HAL
open science

Mondialisation et libéralisation financière : endettement et crises dans les pays émergents d'Asie. Le cas de la Thaïlande, la Corée du Sud, l'Indonésie et la Malaisie

Nada Saliba

To cite this version:

Nada Saliba. Mondialisation et libéralisation financière : endettement et crises dans les pays émergents d'Asie. Le cas de la Thaïlande, la Corée du Sud, l'Indonésie et la Malaisie. Economies et finances. Université de la Sorbonne nouvelle - Paris III, 2009. Français. NNT : 2009PA030096 . tel-00796993

HAL Id: tel-00796993

https://theses.hal.science/tel-00796993

Submitted on 5 Mar 2013

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

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

UNIVERSITE SORBONNE NOUVELLE Paris 3

ECOLE DOCTORALE 385 – Espace européen contemporain : politiques, économies, sociétés.

Thèse de doctorat

Discipline : Sciences économiques

AUTEUR

Nada Saliba

Mondialisation et libéralisation financière : endettement et crises dans les pays émergents d'Asie.

Le cas de la Thaïlande, la Corée du Sud, l'Indonésie et la Malaisie.

Thèse dirigée par M. Alain Crochet

Soutenance le ? Septembre 2009

Jury :
W.
X.
Y.
Z.

Résumé

Mondialisation et libéralisation financière : endettement et crises dans les pays émergents d'Asie. Le cas de la Thaïlande, la Corée du Sud, l'Indonésie et la Malaisie.

Les effets entrainés par la mondialisation ont affecté tous les pays, notamment les pays en voie de développement. La libéralisation financière rapide des PED sans mise en place d'une règlementation cohérente et d'une supervision bancaire adéquate, a été une cause importante des crises financières observées dans les économies émergentes au cours des trois dernières décennies.
D'abord, nous analysons l'impact de la globalisation financière sur la croissance dans les pays en développement, leur degré d'intégration et sa répercussion sur la croissance et la volatilité macroéconomique des PED.
Dans la deuxième partie nous étudions la crise asiatique de 1997 et nous analysons les facteurs explicatifs de l'augmentation de l'endettement et spécifiquement de la dette publique dans les pays asiatiques. Bien que chacun des pays asiatiques ait eu une structure économique différente et, par conséquent, ait pris différentes mesures économiques pour faire face à la crise, l'un des facteurs communs était la dépréciation de la monnaie et l'effondrement des marchés boursiers.
Enfin, nous pouvons constater que les réformes ont apporté des améliorations significatives mais il se peut qu'elles ne parviennent pas à protéger les économies de la région contre un choc extérieur futur.

Abstract

Globalization and financial liberalization: indebtedness and crises in the Asian emerging countries. The case of Thailand, South Korea, Indonesia and Malaysia.

Globalization has an impact on all countries, especially on developing countries which liberalised their financial markets without implementing a prudential regulation and adequate supervision. In this context, weak prudential regulation and institutions created substantial vulnerabilities in various developing countries, which was a major cause of observed financial crises in emerging economies over the past three decades.
At first, we analyze the impact of financial globalization on growth in developing countries, their degree of integration and its impact on growth and macroeconomic volatility in these countries.
In the second part of this text, we discuss the Asian crisis of 1997 and analyze the factors explaining the increase of indebtedness, specifically the public debt in the Asian countries, and the measures taken by the different countries to overcome the crisis. Although each of the Asian countries had a different economic structure and, therefore, had taken various economic measures to cope with the crisis, they had one common factor: the depreciation of the currencies and the collapse of the stock exchange markets.
Therefore, we can acknowledge that the reforms were led successfully, but they may fail to protect the economies of the region against a future external shock.

Table des matières

Introduction **6**

Première partie: Mondialisation et libéralisation financière **13**

Chapitre 1: La mondialisation économique dans les pays en développement **14**

1 - L'impact de la mondialisation économique sur les pays en développement…….....17
1.1 – Définition et histoire de la mondialisation…….17
1.2 - L'impact de la mondialisation économique sur le commerce international……..21
1.3 – Les investissements directs étrangers…….....26
1.4 - Les migrations Internationales…….....30
1.5 – La dette et l'intégration des politiques macroéconomiques…….....32
1.6 – Autres répercussions de la mondialisation: Impact sur la répartition internationale du revenu et sur l'emploi……...34

2 - L'impact de la globalisation financière sur la croissance dans les pays en développement?.....38
2.1- Globalisation financière et instabilité macroéconomique…….39
2.2 – Le degré d'intégration financière des PED……..……42
2.3 - L'intégration financière et la croissance économique ……...48
2.4 - La globalisation financière et la volatilité macroéconomique……...53
2.5 - Les modes d'intensification de la volatilité……...57
2.6 - Capacité d'absorption et gouvernance……...61

Chapitre 2: La globalisation financière et l'instabilité financière des pays émergents **64**

1 - Concepts et interprétation……64
1.1 - Les coûts et les risques de la globalisation financière sur la stabilité financière…....65
1.2 - Les réponses politiques: Comment préserver la stabilité financière?.....67
1.3 - L'intégration régionale à l'ère de la globalisation financière……..69
1.4 - La politique monétaire doit-elle aborder la question de la stabilité financière?.....72

2 - Modèles théoriques des crises monétaires……...73
2.1 - Première génération de modèle sur les crises monétaires: modèles de l' «attaque spéculative»……...75
2.2 - Deuxième génération de modèle sur les crises monétaires: modèle de la «clause de sortie»……78
2.3 - Troisième génération de modèles sur les crises de monétaires……...81
2.4 - Autres explications des crises monétaires……...85
2.5 - Aléa moral et sélection adverse……...87
2.6 - Les mécanismes de contagion……91

3 - La mondialisation et les crises monétaires et financières..……..94
3.1 - La dynamique des crises financières à l'ère de la mondialisation……...97

3.2 - Les flux de capitaux étrangers et les crises monétaires…….....111
3.3 - La séquence de la libéralisation financière et les mesures adoptés afin de réduire les déséquilibres monétaires…….……113
3.4 - Les avantages et les dangers de la globalisation financière……..115
3.5 – Les avantages et les dangers de la globalisation financière par l'examen de la réussite économique puis de la crise en Asie……...……...121

Deuxième partie : La crise asiatique et la question de l'endettement 125

Chapitre 1: Les sources de vulnérabilité dans les économies émergentes - Comparaison entre les pays (1990-1997) 126

I - La Nouvelle nature des crises des pays émergents (1990-1997)……126

1 - Les sources de vulnérabilités dans les crises des économies émergentes…….128
- Déséquilibres macroéconomiques……...129
- Les méthodes de financements déficientes des déficits des comptes courants et des déficits budgétaires…….....129
- Les doutes concernant la crédibilité des politiques économiques d'un pays……..130
- Des taux de change fixe et semi fixe……...131
- Distorsions microéconomiques……...133
- Des chocs politiques……135
- Des chocs externes……..135

2– La structure de la balance des paiements……...136
- Divergence de maturité……...137
- Divergences de monnaies……138
- Divergences de capitaux……139

3– Les voies de transmission des crises……140
- Les liaisons intra sectorielles transmettent les vulnérabilités financières à travers les différents secteurs de l'économie……140
- Interaction entre les politiques et les faiblesses structurelles pendant une crise…….141

II La crise asiatique à travers les sources de vulnérabilités et structure de la dette dans quatre pays asiatiques 143

1 - La Thaïlande: L'immobilier……143
1.1 - Les institutions Thaïlandaises et la libéralisation financière……146
1.2 - Les politiques de libéralisation……146
1.3 - Garanties et Aléa Moral……....148
1.4 - Les faiblesses institutionnelles……152
1.5 - Règles électorales, Parties politiques et les coalitions……..153

2 - L'Indonésie: un secteur bancaire fragile……157
2.1- De profonds déséquilibres masqués…….…..157
2.1.1 - Des fondamentaux stables mais d'importants facteurs de risques...……157
2.1.2 - La déréglementation financière, les flux internationaux de capitaux et la dette extérieure……159

2.2 - Les problèmes du secteur bancaire - Cumulation des actifs non performants……..161
2.3 - L'inefficacité et / ou l'inadaptation des politiques macro-économiques……..164
2.3.1 – Les politiques monétaires……164
2.3.2 – Les politiques fiscales……166
2.3.3 – La gestion de la dette extérieure……..167

3 - La Corée du Sud : Un financement déficient des entreprises……170
3.1 - L'économie Coréenne avant la crise……172
3.2 - Causes de la crise Coréenne……173
3.2.1 – Facteurs externes……174
3.2.2 - Problèmes d'aléa moral……178
3.3 - Structure de la dette extérieure……..181
3.3.1 - L'accumulation de la dette extérieure……..181
3.3.2 - Part élevée de la dette à court terme……183

4 – Malaisie : Une règlementation inadéquate……185
4.1 - Le ringgit malaisien et le régime de change……186
4.2 - La libéralisation financière……..187
4.3 - La politique macro-économique……...190

Chapitre 2 : La crise et les mécanismes qui ont conduit à la transformation de la structure de la dette (1997-1999) 192

1 – La Thaïlande : une réforme inachevé du secteur financier……...194
1.1 - Sortie de la crise: le rôle du FMI (1996-1999)……194
1.1.1 - Le scénario de redressement économique du FMI……..197
1.1.2 - La restructuration du secteur financier……..……200
1.2 - La résolution de la crise financière en Thaïlande (1999-2006)……203
1.2.1 - Des Institutions financières spécialisées détenues par l'Etat……205
1.2.2 - Les institutions de supervision et de contrôle……...206
1.2.3 - L'accès aux services financiers……..208
1.3 - Le rôle des institutions financières non bancaires ('IFNB')……..209
1.3.1 - Le rôle des IFNB sur le marché des prêts personnels……210
1.3.2 - La politique de prêts personnels……212
1.4 – La dette publique……...213

2 - L'Indonésie : La réforme du secteur financier……...217
2.1 - Les changements structurels dans le secteur bancaire……...220
2.1.1 - L'effondrement de banques affiliées aux business groupes……...221
2.1.2 – La réforme des institutions financières……223
2.1.2.1 - La réforme du système de supervision bancaire……...224
2.1.2.2 - L'introduction du système d'assurance des dépôts bancaire…….226
2.1.3 – Les caractéristiques de la réforme de la gestion des banques……...227
2.1.3.1 - La création d'un système de gestion des risques interne……..227
2.1.3.2 - L'expansion de la présence étrangère……...228
2.1.4 - Évaluation de la réforme des institutions financières indonésienne….230
2.2 - Le Plan de développement à moyen terme et la viabilité de la dette publique……...231
2.2.1 - Le plan de développement à moyen terme……232
2.2.1.1 - Les grandes lignes du PDMT ……...232

2.2.1.2 – L'efficacité et la faisabilité du PDMT……..234
2.2.1.3 – Le cadre macroéconomique……..234
2.2.2 - La viabilité de la dette publique après la crise financière et monétaire asiatique……...235
2.2.2.1 - La viabilité du PDMT, de la politique budgétaire et de la dette Publique……...236
2.2.2.2 - Les besoins de financement et les stratégies de financements……..237
2.2.3 – Evolution de la dette publique de l'Indonésie (1999-2006)……..……...238

3 - La Corée du Sud: vers un nouveau modèle économique…….....241
3.1 - L'effondrement du modèle coréen en 1997……243
3.2 - Les accords du FMI de Décembre 1997……247
3.3 - La réforme du secteur financier coréen……..249
3.4 - Réformer le secteur des entreprises: en maîtrisant les *chaebols*……255
3.4.1 – La restructuration financière……...256
3.4.2 - Promotion de la politique de fermeture et de fusion des entreprises en difficultés……258
3.4.3 - La gouvernance d'entreprise et la transparence……...259
3.4.4 - La gouvernance d'entreprise et la transparence……...260
3.5 – La dette publique……262

4 - La Malaisie: Une stratégie particulière de sortie de crise……266
4.1 - La réforme Malaisienne: une stratégie alternative à l'intervention du FMI……..268
4.2 – Eléments de la stratégie alternative de la Malaisie……...270
4.3 – Le contrôle des flux de capitaux……...273
4.4 - Restructuration du système financier et de la dette des entreprises……...275
4.5 - La dette de la Malaisie……...278

Chapitre 3 - Analyse comparative des politiques économiques adoptées en Corée du Sud, la Thaïlande, l'Indonésie et la Malaisie après la crise financière de 1997: un essai de synthèse 283

1 – Les mesures adoptées pour faire face à la crise financière……...283
2 – Comparaison de la situation économique entre les quatre pays……289
2.1 – Action forte de la Corée du Sud et la Malaisie……289
2.2 – Action faible de l'Indonésie……292
3 – Analyse comparative de la dette de ces quatre pays entre 1997 et 2007……..300

Conclusion 310

Bibliographie 314

Liste des tableaux et des figues 340

Annexe 343

Introduction

En 1960, la Corée du Sud était l'un des pays les plus pauvres du monde, avec un revenu moyen par personne inférieur à celui de nombreux pays d'Afrique sub-saharienne. La Corée était à peine engagée dans le commerce des biens et des services avec le reste du monde[1] et avec un montant inférieur à 400 millions de dollars par an, les flux de capitaux étranger en Corée étaient extrêmement faibles. Aujourd'hui, la Corée du Sud est membre des pays riches et de l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques (OCDE). Le commerce international est devenu un élément clé de l'économie coréenne. Plus d'un tiers des activités économiques sont orientées vers l'exportation et le flux annuel net de capitaux étrangers a augmenté de plus de vingt fois en quarante ans pour atteindre plus de 10 milliards de dollars par an. La Corée du Sud est un cas particulièrement représentatif dans son insertion croissante à la mondialisation. Mais une telle croissance génère aussi des problèmes. Malgré sa bonne gestion et la libéralisation prudente de son système financier, la Corée a été touchée en 1997 par la crise asiatique, pour des raisons diverses que nous allons développer dans le chapitre 2 de la deuxième partie de ce travail.

La mondialisation est un terme qui est souvent utilisé d'une manière imprécise et qui relève de plusieurs conceptions. Nous allons mettre l'accent sur la mondialisation économique, c'est-à-dire l'ouverture des économies aux flux de biens, de services et de capitaux provenant d'autres pays. La mondialisation économique se réfère à l'interdépendance croissante des économies du monde en raison de l'importance croissante des échanges transfrontaliers de biens et de services, des flux de capitaux internationaux et des progrès technologiques. Ce dernier facteur a joué un rôle de premier plan dans l'accélération du processus de la mondialisation économique au cours des dernières années. Ces avancées technologiques ont considérablement réduit les coûts du transport et des communications : aujourd'hui, le transport maritime ne coûte que la moitié de son coût de 1930, le fret aérien 16% et les télécommunications 1%. Elles ont également permis une réduction du coût des investissements et des échanges commerciaux mondiaux ainsi qu'une coordination de la

[1] North D., *« Institutions, Institutional Change, and Economic Development »,* ed Cambridge University Press, Cambridge 1990, p.3.

production mondiale. Par exemple, une voiture Ford est conçue en Allemagne, sa boite de vitesses est produite en Corée, les pompes aux Etats-Unis et le moteur en Australie[2].

La mondialisation économique prend aussi une autre forme: la circulation des capitaux à travers les frontières nationales, un processus qui s'inscrit dans la globalisation financière[3]. La globalisation financière s'est développée de manière spectaculaire. Depuis 1975, lorsque les données ont été recueillies pour la première fois, les flux internationaux de capitaux ont augmenté de plus de huit fois pour atteindre 1,4 milliards de dollars américains par an en 2007[4].

Bien que la mondialisation économique[5] soit en marche depuis longtemps, elle reste un processus inachevé. En quoi la mondialisation est-elle un processus inachevé? Selon Maurice Obstfeld et Alan Taylor (2004) la globalisation financière est principalement limitée aux pays riches. En dépit de la forte augmentation des flux internationaux de capitaux au cours des dernières années, ces flux circulent principalement entre nord et nord, c'est-à-dire entre des pays riches et d'autres pays riches. Robert Emerson Lucas[6] a mis l'accent sur le fait que cette caractéristique des flux internationaux de capitaux est un paradoxe: « pourquoi les capitaux ne vont pas des pays riches aux pays pauvres? La main d'œuvre est bon marché dans les pays en développement (PED) et le capital serait particulièrement productif s'il était investit dans ces derniers. Nous devrions nous attendre à des flux massifs de capitaux des pays riches (où les revenus du capital devraient être plus faibles) vers les PED (où ils devraient être plus élevés). Bien qu'il y ait eu une forte augmentation des flux de capitaux vers les pays émergents au cours des dernières années, les flux de capitaux restent toujours concentrés dans les pays riches ».

Cependant, le montant des capitaux privés qui ont afflué vers les économies émergentes a augmenté de façon spectaculaire dans les années 1990 et ce montant est maintenant de plus de 300 milliards de dollars par an. Ce montant peut sembler élevé, mais il ne s'agit que d'un cinquième du total des flux internationaux de capitaux privés. Quand des politiques gouvernementales sont favorables à l'entrée des capitaux, on observe que les

---

[2] Mishkin F.S., *« The Economics of Money, Banking and Financial Markets»,* 8th edition, ed Addison-Wesley, Boston, 2007, p.10.
[3] Pour une définition de la globalisation financière, voir p. 64.
[4] Obstfeld M. and Taylor A., "*Global Capital Markets: Crisis and Growth*", ed Cambridge University Press, Cambridge, UK & New York, 2004, p.67.
[5] Il existe une ambigüité entre la mondialisation et la globalisation. Ces deux formes ne sont pas similaires pour certains auteurs. Voir p. 17 pour une définition de ces deux termes.
[6] Lucas R.E., "*Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries*", American Economic Review 80, 1990, p.92-96 In Obstfeld M. and Taylor A., "*Global Capital Markets: Crisis and Growth*", ed Cambridge University Press, Cambridge, UK & New York, 2004, p.7.

développements récents sont encore plus surprenants : on s'aperçoit que dans les dernières années, les économies émergentes ont inversé le flux des capitaux du sud vers le nord. En 2004, les États-Unis avaient un déficit commercial et un déficit du compte courant supérieur à 600 milliards de dollars américains. Ces déficits ont été financés par des prêts extérieurs auprès des pays émergents qui ont prêté aux Etats-Unis environ 200 milliards de dollars américains par an. Le gouvernement chinois, par exemple, a accumulé près de 800 milliards de dollars d'actifs étrangers et il a été en 2004 l'un des plus grands détenteurs de titres du Trésor américain dans le monde[7].

Par ailleurs, Obstfeld et Taylor (2004) observent que le volume des flux de capitaux du nord vers le sud par rapport au total des flux de capitaux à la fin du XIXe et au début du XXe siècle est beaucoup moins important que le volume observé pendant la première vague de la mondialisation. En 1914, environ la moitié du capital de l'Argentine a été fourni par les pays riches étrangers, en particulier la Grande-Bretagne. En 2006, moins d'un dixième du capital argentin a été fourni par des étrangers. Selon les auteurs, ce changement dans la structure des flux de capitaux ne s'est pas limité à l'Argentine. En 1913, plus de 25% du volume mondial de capitaux étrangers a afflué vers les pays dont le revenu par personne était inférieur à un cinquième de celui des États-Unis. En 1997, ce volume était tombé à environ 5%.

Dans l'avenir les systèmes financiers des économies émergentes vont-ils s'intégrer davantage aux systèmes financiers internationaux ? La participation des PED au processus de mondialisation leur permet de mieux utiliser leurs avantages comparatifs. Elle leur permet également d'éliminer les comportements monopolistiques et de renforcer la concurrence. En effet, la globalisation financière offre plusieurs avantages aux économies émergentes. Tout d'abord, via l'apport de nouveaux capitaux, elle fait baisser le coût du capital, encourageant ainsi l'investissement, ce qui favorise à son tour la croissance. Deuxièmement, quand les capitaux étrangers et les institutions financières sont autorisés à entrer dans un pays, ils améliorent l'allocation du capital. Troisièmement, la globalisation financière entraine une augmentation des droits de propriété. Pour bénéficier de ces avantages, la globalisation financière doit être suffisamment développée afin que l'entrée de capitaux étrangers et l'installation des établissements étrangers renforce la concurrence sur les marchés financiers intérieurs.

[7] Mishkin F.S. (2007), p.19.

Néanmoins, tout en offrant plus de possibilités de développement aux PED, la mondialisation peut également présenter des risques importants.

Tout d'abord, la mondialisation économique a creusé l'écart entre le Nord et le Sud au lieu de le réduire. Selon certains rapports publiés par l'ONU en 1999[8], le nombre des PED qui ont bénéficié de la mondialisation économique est inférieur à 20 pays. La différence de revenu par habitant entre les pays riches et les pays pauvres est passée de 30 fois en 1960 à 70 fois dans les années 1990. En 1960, la part des 46 pays les plus pauvres dans le commerce international représentait 1,4% du total mondial. Dans la deuxième moitié de 1990, cette proportion était déjà réduite à 0,6%. En 1990, le déficit commercial des PED a augmenté de 3% par rapport à 1970. Environ 80% des flux de capitaux sont concentrés entre les États-Unis, l'Europe occidentale et les pays d'Asie de l'Est.

Deuxièmement, la mondialisation économique a exposé les PED aux risques de chocs extérieurs défavorables. Dans une économie libéralisée, le conflit entre la réalisation de l'équilibre économique extérieur et l'équilibre économique intérieur représente une contrainte pour les politiques macroéconomiques des PED, ce qui affaiblit leur capacité de contrôle et de réglementation. Avec l'innovation continue dans le domaine des instruments financiers, l'expansion rapide des actifs financiers et la privatisation des capitaux internationaux, les flux de capitaux internationaux ont des répercussions sur la sécurité économique et la stabilité financière des pays en développement. Ces flux de capitaux internationaux peuvent causer des bulles financières et des fluctuations non soutenables du taux de change. Ils peuvent également affaiblir la souveraineté monétaire d'un pays et causer un dysfonctionnement de sa politique monétaire suivi d'une crise financière.

Joseph Stiglitz, dans son livre *Globalization and Its Discontents,* estime que la libéralisation des marchés financiers aux capitaux étrangers dans certaines économies émergentes a conduit à l'effondrement de l'économie et à la crise financière[9]. Comme nous allons le voir dans la première partie, la libéralisation du système financier aux flux de capitaux étrangers peut effectivement conduire à la crise financière, ce qui a déjà été notamment le cas des pays asiatiques. L'étude de cas de la crise financière asiatique dans la deuxième partie, montre que la globalisation financière est de nature à produire des crises financières dans les pays émergents où de mauvaises politiques et une réglementation inadéquate ont encouragé la prise de risque excessive par les institutions financières.

[8] PNUD, ONU et Richard Jolly, « *Rapport mondial sur le développement humain 1999»,* Publié par De Boeck Université, Paris, 1999.
[9] Stiglitz J., "*Globalization and Its Discontents*", ed Norton Publishers, New York, 2003.

Malheureusement, dans ces pays, ces politiques ont été souvent encouragées par des élites politiques soucieuses de servir leurs intérêts personnels. Ainsi, la question n'est pas de savoir si la globalisation financière est intrinsèquement bénéfique ou néfaste: Fréderic S. Mishkin (2007)[10] pense que lorsque la globalisation financière est bien gérée, elle a des avantages substantiels. Mais quand la globalisation financière est mal gérée par les politiques, elle peut causer une instabilité financière voire une crise financière.

Pendant les trois dernières décennies, nous avons pu observer qu'aucun pays n'est à l'abri de la crise financière. Selon une étude de l'OCDE en 2005[11], depuis l'abandon du système de Bretton Woods au début des années 1970, il y a eu environ 192 crises monétaires et la fréquence de ces crises est en augmentation. En outre, à partir de la fin des années 1970 et jusqu'en 2002, plus de 117 crises bancaires systémiques ont eu lieu dans 93 pays. En général, les crises financières présentent de nombreux symptômes similaires: des systèmes de contrôle bancaire inefficaces, le manque de transparence comptable, la faiblesse des régimes de change et des flux à courts termes non soutenables[12]. Cependant, il est également vrai que le processus actuel et les impacts des crises sont différents selon les époques et le contexte.

L'une des caractéristiques de l'économie internationale au cours des deux dernières décennies était l'émergence de l'Asie de l'Est comme le troisième pôle de l'économie mondiale[13]. Néanmoins, les systèmes économiques des pays asiatiques ont également montré de graves faiblesses dans le cadre de la libéralisation de leurs systèmes financiers. C'est ainsi que la crise financière asiatique de 1997 a déclenché une crise non seulement dans les pratiques financières, mais aussi et parallèlement, dans les théories qui traitent de la viabilité du modèle de développement de l'Asie de l'Est[14].

****

[10] Mishkin F.S., *« The Economics of Money, Banking and Financial Markets»,* 8th edition, ed Addison-Wesley, Boston, 2007, p.12.

[11] Duran J., Mulder N. et Onodera O., *« Libéralisation des échanges et performances économiques: Comparaison de l'Asie de l'Est et de l'Amérique Latine, 1970-2006 »,* Documents de travail de l'OCDE sur la politique commerciale, N° 70, ed OCDE, Paris, 2008.

[12] Voir :

- Eichengreen, B. J., "*Capital Flows and Crises*", ed NBER, New York, 2004.
- Feldstein, M. S. , "*Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies: An Overview of Prevention and Management*", ed University of Chicago Press, Chicago, 2003, p.1-30.
- McKinnon R. I., "Exchange Rates Under the East Asian Dollar Standard: Living with Conflicted Virtue", ed MIT Press, Cambridge, USA, 2005.

[13] Fukasaku K. et al., "*Miracle, Crisis and Beyond. Policy Coherence Towards East Asia: Development Challenges for OECD Countries*", edition OECD, 2005, p.17-85.

[14] Agâenor P.R., " *The Asian financial crisis : causes, contagion and consequences*", ed Cambridge University Press, United Kingdom and New York, 2006.

L'objet principal de ce travail est l'analyse des facteurs explicatifs de l'augmentation de l'endettement et spécifiquement de la dette publique dans les pays asiatiques. Cette dette s'inscrivant dans un contexte de crise, il est nécessaire de bien comprendre les raisons de la crise asiatique. Comment explique-ton la crise dans ces pays dont les fondamentaux économiques étaient relativement solides au début des années 1990? Comment ces pays se sont-ils retrouvés avec une dette publique importante fin 1997 et en 1998 ? Quel est le rôle joué par le FMI et par les Etats des pays étudiés dans ce travail pour sortir de la crise et réduire le fardeau de la dette? Dans quelles mesures les réformes menées par ces pays ont-elles été couronnées de succès?

Nous nous intéressons donc dans ce travail aux pays suivants: La Thaïlande, la Corée du Sud, l'Indonésie et la Malaisie. Ces quatre pays constituent un échantillon représentatif des pays émergents d'Asie. L'étude porte sur la période qui va de 1990 à 2007.

La première partie décrit le processus de la mondialisation sous ses différentes formes en mettant l'accent sur son impact économique dans les pays en développement. Dans le premier chapitre, nous analysons la mondialisation de l'économie du point de vue des pays en développement. Nous définissons le concept de la mondialisation et nous présentons un aperçu de son histoire. Ensuite, nous analysons l'impact de la globalisation financière sur la croissance dans les pays en développement, leur degré d'intégration et sa répercussion sur la croissance et la volatilité macroéconomique des PED. Dans le deuxième chapitre, nous soulignons les difficultés et les risques de la globalisation financière pour la stabilité financière et économique des PED étant donné que la vulnérabilité de ces derniers aux facteurs de risque associés à la globalisation financière n'est pas indépendante de la qualité de leurs politiques macroéconomiques et de leurs gouvernances nationales. La libéralisation financière rapide des PED sans mise en place d'une règlementation cohérente et d'une supervision bancaire adéquate, a été une cause importante des crises financières observées dans les économies émergentes au cours des trois dernières décennies. Par la suite, nous présentons les modèles théoriques des crises financières et mettons leurs divers biais en évidence. Enfin, nous approfondissons notre analyse de la globalisation financière, des avantages et des dangers qui en résultent, par l'examen de la réussite économique puis de la crise en Asie.

La deuxième partie a pour objectif de cerner la crise asiatique de 1997 et la question de l'endettement des pays étudiés dans ce travail, en mettant l'accent sur l'évolution de la structure des flux mondiaux de capitaux avant et après la crise, notamment la dette extérieure à long et court terme et les IDE. Dans le premier chapitre, nous explorons les différentes

raisons qui ont conduit les pays émergents asiatiques à la crise. Dans un premier temps nous examinons les sources de vulnérabilité communes des crises récentes des économies émergentes. Ensuite, nous passons en revue les vulnérabilités spécifiques qui, selon nous, ont causé la crise asiatique de 1997. Nous analysons les sources internes et externes de la crise et discutons de l'importance de la structure de la libéralisation financière et des raisons de l'accumulation rapide de la dette à court terme due au changement dans les flux mondiaux de capitaux dans les années 1990 d'une part et à la prise de risque excessive des institutions financières asiatiques d'autre part. Le passage à la crise de la Malaisie dans ce chapitre, sera peu développé par rapport aux autres pays compte tenu de la difficulté d'accéder aux informations. Dans le deuxième chapitre, nous analysons en profondeur les mesures prises pour surmonter la crise et améliorer l'ensemble du système économique. La Thaïlande, la Corée du Sud et l'Indonésie ont adopté les plans du FMI et ont reçu un fonds de sauvetage, mais le gouvernement malaisien a adopté un plan de redressement économique indépendant. Nous examinons la gestion de la crise et les réformes correspondantes puis nous discutons les mécanismes qui ont conduit à la transformation de la structure de la dette dans chacun de ces pays. Enfin, dans un essai de synthèse, nous procédons à une analyse comparative des politiques économiques adoptées dans ces quatre pays, en mettant l'accent sur la politique de contrôle des capitaux mise en place par la Malaisie. Nous évaluons et comparons le redressement économique dans les trois pays qui ont adopté les plans du FMI et reçu un fonds de sauvetage avec celui de la Malaisie qui a adopté la politique de contrôle des capitaux. Notre comparaison couvre la période de juillet 1997 jusqu'à la première moitié 1999, date à laquelle la situation économique dans ces quatre pays s'est améliorée. Ensuite, nous comparons les progrès réalisés par l'Indonésie avec les trois autres pays, étant donné que l'Indonésie n'a pas accompli le programme du FMI en raison de la situation politique locale. Enfin, nous comparons la dette publique et la structure de la dette de ces quatre pays entre juillet 1997 et fin 2007.

Ces analyses font apparaître que les pays asiatiques ont surmonté la crise par des voies différentes. Les résultats obtenus ont été différents selon les pays mais dans tous les cas, la dette publique totale et notamment la dette extérieure ont été réduites et sont maintenues à des niveaux soutenables. L'ancien modèle de développement asiatique ayant montré ses limites, il a été amélioré à travers la réforme du secteur bancaire, du secteur financier et du secteur des entreprises. La réglementation et la surveillance ont été également révisées afin d'optimiser l'allocation des ressources contrairement à la situation précédente. L'approche adoptée par la Malaisie montre qu'il existe des solutions alternatives efficaces aux méthodes du FMI.

Première partie : Mondialisation et libéralisation financière

Chapitre 1 La mondialisation économique dans les pays en développement

Les pays en développement en tant que groupe (y compris les ex pays communistes de l'Europe centrale) se sont de plus en plus intégrés dans l'économie mondiale au cours des vingt dernières années. Le tableau 1 montre les changements qui ont eu lieu dans ces pays en raison de la libéralisation. En ce qui concerne les importations mondiales, la part des pays en développement a légèrement baissé au cours des années 1980 (de 33 à 27%) et a augmenté par la suite pour atteindre 34% dans les années 1990. De même, la part des PED dans les exportations mondiales a baissé jusqu'à 25,4% pendant les années 1980 puis elle a augmenté par la suite pour atteindre 34,3% dans les années 1990. Cependant, dans les deux cas la composition des flux masque le degré d'intégration de ces pays. Il est également important de noter que les flux commerciaux ont augmenté rapidement au cours de cette période - presque triplé en valeur nominale.

Tableau 1- La part des pays en développement dans le commerce et les flux de capitaux

	1980-82	**1987-90**	**1996-97**	**2000-07**
Exportations (%)	32.7	27.2	34.0	30.5
Importations (%)	30.4	25.4	34.3	38.8
Total[a] (en milliards de dollars)	**1 856**	**2 864**	**5 459**	**5 978**
IDE(%)	32.7	14.3	43.2	70.3
Investissement de portefeuille (%)	7.7	3.1	13.3	n.a
Total[a] (milliards de dollars)	**107**	**335**	**1 319**	n.a

[a] Total des pays en développement et des pays développés
Source: IMF, *Direction of Trade Statistics Yearbook* and *Balance of Payments Statistics Yearbook (various issues)*.

La part des pays en développement dans les IDE est passée de 33% en 1980-82 à seulement 14% en 1996-97. Elle a ensuite augmenté pour atteindre plus de 43% en 1996-97. Les investissements de portefeuille ont connu la même évolution mais les fluctuations étaient moins importantes. Les flux financiers ont augmenté beaucoup plus vite que le commerce, une augmentation nominale de plus de 11 fois au cours de cette période. La composition des flux financiers a changé de façon importante. Les créanciers des banques privées qui leur ont

accordé environ deux tiers du total de la dette à long terme dans les années 1980 – environ 80% des flux de capitaux - avaient presque disparu de la scène en 1990[15].

Les emprunteurs des pays en développement ont également changé. Dans les années 1970 et 1980, les emprunteurs étaient principalement les administrations centrales et des entreprises détenues par l'État. Dans les années 1990, ils ont été remplacés par les entreprises du secteur privé, ce qui reflète le processus de libéralisation. La dette privée non garantie par les institutions étatiques a augmenté considérablement passant de 15% de la dette totale en 1980 à 22% en 1990 et à 60% en 1997[16].

Il n'est pas judicieux de parler de parler des pays en développement seulement en tant que groupe indifférencié parce que la situation change selon les régions. Les pays en développement n'ont pas tous les mêmes caractéristiques, car ils se situent à des niveaux différents de développement (tableau 2). L'Asie est la région qui a connu la plus forte croissance économique parmi les pays en développement. La part de l'Asie dans le commerce international a presque doublé dans les années 1980 et dans les années 1990. Dans la même période, les échanges du Moyen-Orient ont chuté de façon spectaculaire avec la chute des prix du pétrole. Le volume élevé des échanges commerciaux au Moyen-Orient au début des années 1980 et la baisse qui a suivi ont empêché l'augmentation significative du volume des flux commerciaux des pays en développement comme le montre le tableau 1; Si on exclut le Moyen-Orient des pays en développement l'augmentation est plus importante. La participation de l'Afrique dans le commerce international a également baissé, tandis que celle de l'Amérique latine s'est rétablie d'une certaine manière dans les années 1990 mais sans atteindre son niveau du début des années 1980 en raison de la chute du prix du pétrole. Les tenants de la mondialisation mettent en évidence l'exemple des pays asiatiques et la forte croissance économique de cette région grâce à l'accroissement des échanges commerciaux. Des changements importants se sont également produits dans la répartition des flux de capitaux entre les régions des PED. Au cours des années 1980, l'Amérique latine en particulier n'avait plus accès au financement privé, ce qui a accru le rôle des institutions multilatérales. En revanche, l'Asie orientale et l'Asie du Sud-est ont continué d'avoir accès aux fonds privés. Dans les années 1990, l'Amérique latine a retrouvé son accès au financement privé et l'Europe de l'Est est également devenue un emprunteur actif. L'Afrique

[15] Bordo Michael D., Eichengreen Barry and Douglas A, *Is Globalization Today Really Different than Globalization a Hundred Years Ago?*, NBER Working Paper 7195, 1999, p.15.
[16] Ibid, p.17.

sub-saharienne et l'Asie du Sud ont continué d'attirer principalement des sources officielles mais les flux de capitaux ont continué de baisser.

Tableau 2 - Différences régionales entre les PED en ce qui concerne le commerce et les flux de capitaux (1980-1997).

	1980	**1990**	**1997**	**2000**	**2003**	**2004**	**2005**
Flux commerciaux *(en %)*							
Asie[a]	23,3	51,4	52,3	47,7	48,8	46,8	41,0
Europe[a]	16	11,1	16,8	15,6	20,1	18,6	18,6
Amérique latine	21,8	15,4	16,2	15,0	13,8	14,9	16,4
Moyen Orient	20,5	13	8,7	14,4	9,6	10,8	13,2
Afrique	13,3	8,7	6,1	7,3	7,8	8,9	10,8
Total	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**
Flux de capitaux *(en %)*							
Asie pacifique	15,8	27,6	36,6	24,0	27,2	22,4	22,0
Europe de l'Est	16,1	13,3	17,5	20,0	26,9	32,6	36,9
Amérique Latine	36,1	21,6	34,3	43,5	32,6	27,3	24,6
Moyen Orient	10,3	10,2	2	3,2	3,0	6,2	5,8
Asie du Sud	7,8	9,1	4,3	2,9	3,1	6,7	6,7
Afrique Sub-saharienne	13,9	18,2	5,6	6,4	7,3	4,8	3,9
Total	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**

[a] concerne seulement les pays en développement.
Source: IMF, *Direction of Trade Statistics Yearbook 1999 & 2006* and World Bank, "*Global Development Finance*, 1999 & 2006", ed Oxford University Press New York, 1999 & 2006.

Il est également intéressant de connaître les partenaires commerciaux et les investisseurs des PED[17]. Dans la première moitié des années 1990, les pays asiatiques ont principalement échangé entre eux et avec le Japon. Une part croissante de leurs investissements provenait également de la région. Les Etats-Unis étaient le principal partenaire commercial et le principal investisseur de l'Amérique latine. En Afrique et en Europe de l'Est, c'était l'Europe occidentale.

Les différentes régions en développement ont été intégrées dans l'économie mondiale de différentes façons par le biais leurs principaux partenaires commerciaux et de leurs investisseurs. Les taux de croissance des pays industrialisés diffèrent également. Dans les années 1980 et au début des années 1990, ces différences ont contribué à la croissance économique rapide dans la région asiatique mais l'effondrement de l'économie japonaise a exacerbé les problèmes ultérieurs de ses voisins asiatiques, et le haut niveau d'interaction au sein de la région a propulsé l'effet de contagion de sorte que la crise s'est déclenchée en 1997.

1 - L'impact de la mondialisation économique sur les pays en développement

Actuellement, la plupart des pays en développement veulent tirer davantage profit de la mondialisation: augmentation du commerce extérieur, de l'investissement étranger direct, de l'aide étrangère et des emprunts internationaux. D'autre part, la mondialisation pose des problèmes dans ces pays. Les problèmes sont souvent liés à la vitesse des changements structurels dans l'économie. Dans cette section, nous analysons la mondialisation de l'économie du point de vue des pays en développement. Premièrement, nous définissons le concept de la mondialisation et nous présentons un aperçu de son histoire. Ensuite, nous analysons la mondialisation sous ses différentes formes, en mettant l'accent sur son impact économique dans les pays en développement.

1.1 Définition et histoire de la mondialisation

La mondialisation peut être considérée comme l'un des processus les plus importants ayant une incidence sur l'activité économique. Avant d'analyser l'impact de la mondialisation sur les pays en développement, il est crucial de clarifier le sens de la mondialisation. La définition de la mondialisation doit aussi être distinguée de termes tels que

[17] Stallings, Barbara and Wolfgang Streeck, *Capitalisms in Conflict? The United States, Europe, and Japan in the Post-Cold War World*, in Stallings Barbara, *Global Change, Regional Response: The New International Context of Development*, edition Cambridge University Press, New York, 1995.

l'internationalisation, la régionalisation et la libéralisation. Le processus de la mondialisation est perçu comme la suppression des frontières entre les pays, les gouvernements, l'économie et les collectivités. Sur les marchés financiers, il est également représenté par la suppression des frontières entre les différents marchés. O'Brien[18] relie également la définition de la mondialisation aux frontières géographiques. Il distingue entre les dimensions nationale, internationale, offshore et mondiale. Les transactions nationales ont lieu entre les entreprises dans un même pays. Les activités internationales sont des activités qui ont lieu entre différents pays. L'international correspond à la situation où le commerce ne se déroule pas dans un seul pays. Le multinational correspond aux activités qui ont lieu dans plus d'un pays. Le mondial combine des éléments de tailles internationales et multinationales comme un stade plus avancé d'intégration entre les pays. Une véritable activité mondiale ne connaît pas de frontières internes.

Selon Brittan[19] « la mondialisation est perçue comme un tourbillon de changement brutal et impitoyable qui laisse les gouvernements impuissants et produit des problèmes d'ordre économique, social et culturel et environnemental ». Walker et Fox[20] indiquent que l'intégration mondiale des marchés financiers peut être considérée comme un exemple de la mondialisation. Walker et Fox affirment que le processus de la globalisation financière est la dimension la plus importante du processus de mondialisation. Il est possible de mieux comprendre le processus général de la mondialisation en étudiant le processus de la globalisation financière. Neuland et Hough[21] indiquent que l'économie mondiale est devenue plus intégrée en raison du processus de la mondialisation. Malgré le fait que la mondialisation n'est pas un phénomène nouveau, le processus s'est accéléré dans les années 1990. Cette accélération est manifeste dans l'augmentation des transactions financières sur les marchés mondiaux. Redding[22] définit la mondialisation comme l'intégration croissante entre les marchés des biens, des services et des capitaux, ce qui correspond à la conception de Walras comme le souligne Alain Crochet dans son article « *La globalisation, stade ultime de la*

---

[18] O 'Brien R, *The Global Financial Integration: The End of Geography*", edition Pinter Publishers Limited, London, 1992, p.5.
[19] Brittan L., *Globalisation vs Sovereignty? The European Response.The 1997 Rede Lecture and Related Speeches*, Cambridge University Press, Cambridge, 1998, p.2.
[20] Walker G.R. and Fox M.A., *Globalization: An Analytical Framework*, GLSJ N°2, 1999, p.2.
[21] Neuland E.W. and Hough J., *Globalisation of the World Economy: the Need for Global Strategies and Mindsets for South African Management*", Paper delivered at the EBM Conference Port Elizabeth, 1999, p.1.
[22] Redding S, " Globalisation", *Economic ReviewN*°17, 0160961999, p.19.

convergence»[23]. La définition de Redding associe la mondialisation à la suppression des frontières.

La mondialisation économique est définie comme l'interdépendance croissante des économies. Les formes d'interdépendance sont classées comme suit:

1) le commerce extérieur de biens et de services ;
2) l'investissement étranger direct (IED) ;
3) d'autres formes de coopération entre les entreprises, telles que les joint-ventures, le partage de la technologie ou des marques par le biais des accords de licence, la sous-traitance internationale, et les contrats de franchisage ;
4) les migrations internationales;
5) les emprunts et les prêts;
6) l'aide étrangère; et
7) l'intégration des politiques macroéconomiques.

La mondialisation économique signifie que la vie économique est presque entièrement déterminée dans un contexte mondial. Le développement des transports modernes et des technologies de la communication ont favorisé l'intégration économique mondiale et accéléré le processus de la mondialisation.

Il est important de distinguer entre la mondialisation et la régionalisation. Selon Hettne et al.[24], le processus de mondialisation conduit à une diminution du rôle de la régionalisation, parce que la mondialisation est souvent liée à la suppression des frontières entre les pays. La régionalisation peut être liée à l'intégration accrue des économies des pays d'une région. Il y a cinq étapes dans le processus d'intégration régionale à savoir : les zones de libre-échange, l'union douanière, le marché commun, l'union économique et l'union monétaire. Ces cinq étapes ont été également abordé par Bela Balassa dans son ouvrage «*The theory of Economic Integration*[25]». Selon ces auteurs, l'intégration économique est considérée comme un synonyme de la régionalisation. Calitz[26] a indiqué que ce processus d'intégration se termine avec l'unité politique. La régionalisation est compatible avec la mondialisation: la régionalisation offre suffisamment de protection jusqu'à ce que les économies d'échelle

---

[23] Crochet A., *« La globalisation, stade ultime de la convergence? »,* in Faugère J.P. et al., « Convergence et diversité à l'heure de la mondialisation », Economica, Paris, 1997.

[24] Hettne B, Inotai A and Sunekal O, "*Globalism and the New Regionalism*", ed MacMillan Press Ltd, London, 1999, p.9.

[25] Balassa B., "*The theory of Economic Integration*", ed Richard D. Irwin Inc, Homewood, Illinois, 1961.

[26] Calitz E, "*Fiscal Implications of the Economic Globalisation of South Africa*", The South African Journal Of Economics, N°68, 04-12-2000, p.568.

améliorent l'efficacité des entreprises régionales pour leur permettre d'affronter la concurrence internationale.

Quattara[27] indique que le processus de régionalisation peut aussi ouvrir la voie à la libéralisation du commerce multilatéral. La libéralisation du commerce est une étape importante dans le processus de mondialisation. La mondialisation est une extension du processus de régionalisation parce qu'elle conduit à la suppression des frontières entre les pays et les blocs régionaux. Hettne et al.[28] indiquent que le processus de régionalisation n'est pas nécessairement un élément constitutif de la mondialisation. Les deux processus se développent au même stade et ne sont pas nécessairement reliés. Il est même possible que certaines régions dans le monde puissent être mondialisées en raison des avantage liés à cette situation mais en raison des inconvénients décident de revenir au processus de régionalisation.

L'histoire de la mondialisation remonte à la seconde moitié du 19e siècle, lorsque le concept de la nationalité comme base de la formation de l'État était déjà répandu. Le développement des transports et des technologies de la communication a conduit à la suppression des frontières nationales. La Banque mondiale classe le développement de la mondialisation comme suit[29]:

- La première vague de la mondialisation: 1870 – 1914;
- Le repli national: 1914-1945 ;
- La deuxième vague de la mondialisation: 1945 – 1980; et
- La nouvelle vague de la mondialisation: 1980 – présent.

La première vague de mondialisation a débuté en 1870 et s'est poursuivie jusqu'au début de la Première Guerre mondiale en 1914. Au cours de cette période le transport maritime et ferroviaire se sont développés. Ceci était important pour la production destinée à l'exportation mais aussi pour la livraison des marchandises importées. L'invention du télégraphe a aidé à établir le contact sur de longues distances. La France et la Grande-Bretagne étaient des pionniers en ce qui concerne la suppression des obstacles au commerce international.

La période 1914-1945 a été marquée par un repli sur le nationalisme. Même si les conditions techniques de transport et de communication s'étaient améliorées, le nationalisme

---

[27] Quattara A.D., "*Globalization's Challenges for Africa*", IMF Survey, June 1997, p.178. Disponible sur le site du Fonds Monétaire International: www.imf.org.

[28] Hettne B, Inotai A and Sunekal O, "*Globalism and the New Regionalism*", *edition* MacMillan Press Ltd, London, 1999, p.11.

[29] World Bank, "*Global Development Finance 2006*", ed Oxford University Press New York, 2007.

politique a réussi à limiter les relations économiques internationales. La grande dépression de la fin des années 1920 et du début des années 1930 a conduit au protectionnisme, ce qui a limité la division internationale du travail.

La deuxième vague de la mondialisation (1945-1980) a suivi la période nationaliste. En réaction à la guerre, beaucoup d'efforts ont été entrepris pour renforcer la coopération internationale. Ceci s'est traduit par la création de l'Organisation des Nations Unies en 1945 et des institutions de Bretton Woods (le Fonds monétaire international et la Banque mondiale) en 1946. Dans le domaine économique, cependant, la mondialisation était limitée aux pays capitalistes industrialisés, surtout pour les produits manufacturés. En 1980, le commerce des produits manufacturés a été dans une large mesure libéré des entraves du protectionnisme. Dans le cas des produits agricoles, le commerce était limité, même entre les pays développés. Les importations des produits des pays en développement ont été libéralisées, même si elles n'étaient pas en mesure de concurrencer les produits provenant des pays développés.

La troisième vague de mondialisation a débuté vers 1980 et cette phase se poursuit aujourd'hui. Selon la Banque mondiale, cette période a trois caractéristiques qui la distinguent de la période précédente: 1) un grand nombre de pays en développement sont entrés sur le marché mondial, 2) d'autres pays en développement sont devenus de plus en plus marginalisés et ont subi une baisse de revenus et un accroissement de la pauvreté et 3) les mouvements internationaux de capitaux et la migration se sont accélérés. En outre, une quatrième caractéristique pourrait être ajoutée: l'approfondissement de la spécialisation internationale et la diversification croissante de la production. Les produits finaux de nos jours sont une combinaison de produits intermédiaires produits dans différents pays.

1.2 L'impact de la mondialisation économique sur le commerce international.

Les opposants au processus de mondialisation ont indiqué que l'impact de la mondialisation diffère entre les pays développés et les pays en développement. Brittan (1998)[30] a indiqué que la mondialisation a conduit en général à une augmentation de la richesse des pays développés et en général de la pauvreté des pays en développement. Pour montrer l'amélioration de la situation économique dans les PED Brittan donne l'exemple des pays asiatiques. L'augmentation de la croissance économique dans les pays asiatiques a conduit à une réduction de l'inégalité de la répartition des revenus entre les pays développés

[30] . Brittan , 1998, p.8.

et les PED. Malgré ces évolutions positives dans certains PED, de nombreux pays sont encore dans la pauvreté et les risques de marginalisation sont élevés lorsqu'ils ne réussissent pas à faire partie du système commercial international.

En revanche, Hak-Min (1999)[31] pense que la répartition des revenus entre pays développés et PED est moins inégale en indiquant que la mondialisation a conduit à la croissance industrielle dans un nombre limité de pays développés. Un grand nombre de pays ont de graves problèmes financiers, ce qui a conduit à une augmentation de l'écart de revenus entre pays développés et PED. Entre 1980-1990 plus de 90% du total des transactions financières mondiales ont été exécutées dans 25 des 121 pays du monde entier[32]. La part des pays à faible revenu dans les flux de capitaux mondiaux était inférieure à 1% du total des transactions mondiales. Ces développements sont considérés par Gill et law (1998)[33] comme une étape transnationale dans le développement du capitalisme. Ohmae (1985)[34] a indiqué que l'économie mondiale est dominée par trois blocs régionaux à savoir l'Amérique, l'Europe et l'Asie qui est dominé par le Japon. Ces trois blocs régionaux étaient responsables de 43% de toutes les transactions de capitaux mondiaux et de 56% de l'ensemble des transactions de portefeuille entre 1980 en 1990[35].

Selon la théorie économique néoclassique[36], le commerce international est, en principe, bénéfique pour tous les pays. La division internationale du travail permet une affectation plus efficace des ressources, ce qui augmente le bien-être économique de tous les pays, au moins dans le long terme. Incontestablement, les PED veulent accroître leurs exportations. Dans le cas d'une pénurie de certains produits stratégiques et des denrées alimentaires, des restrictions temporaires à l'exportation peuvent avoir lieu[37]. Le tableau 3 montre la réduction des tarifs douaniers au cours des années 1980 et 1990 dans les pays sélectionnés. Les tarifs restent plus élevés dans les PED par rapport à ceux des pays industrialisés. Dans le cas des importations, les arguments en défaveur de la libéralisation sont plus nombreux. Les importations constituent une source importante pour les matières premières, les biens intermédiaires et le transfert de technologie. Les importations sont le

---

[31] Hak-Min K., "*Globalization of International Financial Markets: Causes and Consequences*", edition Ashgate Publishing Limited, Hants, 1999, p.2.
[32] Ibid, p.2.
[33] Gill S and Law D., "*The Global Polictical Economy: Perspectives, Problems and Policies*", edition Johns Hopkins University Press, Baltimore, 1988, p.127.
[34] Ohmae k, "*Triad Power: The Coming Shape of Global Competition*", edition Free Press, New York, 1985, p.2.
[35] Hak-Min K, 1999, p.4.
[36] Benicourt E. et Guerrien B., *«La théorie économique néoclassique »,* ed La Découverte, Paris, 2008.
[37] Hak-Min K., 1999, p.5-15.

résultat de la division international du travail. Les PED se spécialisent dans la production de certains produits et importent les autres produits dont ils ont besoins, ce qui contribue à la réduction des coûts.

Tableau 3 Réduction des tarifs douaniers dans certains pays développés et en développements entre 1980 et 1999

(En pourcentage)

	1980-85	1986-90	1991-95	1996	1997	1998	1999
Bangladesh	99,9	94,0	42,0	27,4	24,6	23,8	22,2
Chine	49,5	40,3	36,3	23,6	17,6	16,8	n.a
Hong Kong	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inde	74,3	81,1	41,0	38,7	35,0	30,0	32,2
Népal	22,1	22,6	11,0	n.a	n.a	16,3	17,7
Singapour	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,0	0,0
Corée du Sud	21,9	13,3	8,9	13,4	13,3	11,1	8,7
Ethiopie	29,0	29,6	16,3	n.a	n.a	n.a	n.a
Kenya	41,7	43,7	22,0	13,5	n.a	n.a	18,0
Mozambique	n.a	15,6	15,6	15,6	16,9	n.a	n.a
Afrique du Sud	29,0	11,0	6,2	8,8	8,7	7,2	8,5
Tanzanie	23,9	29,7	24,5	24,4	21,8	21,6	16,1
Ouganda	n.a	19,9	17,1	12,8	13,2	n.a	n.a
Union européenne	n.a	8,7	6,8	6,7	6,2	6,0	5,6
Japon	n.a	6,9	6,3	5,9	5,7	5,5	5,2
Suisse	n.a	4,4	4,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Etats-Unis	n.a	6,3	5,9	5,8	6,6	5,2	4,8

Source: World Bank, "*Global Development Finance 2000*, edition Oxford University Press New York, 2000.
Remarque: Les données sur les années 2000-2007 ne sont pas disponibles.

La libéralisation des importations n'est qu'une partie de l'accord: les partenaires commerciaux veulent que les restrictions sur leurs exportations soient également levées. Par exemple, en 2005, la protection des produits industriels était élevée dans certains marchés des

pays en développement: supérieure à 10% en moyenne en Argentine, au Brésil, dans le Maghreb, en Afrique Subsaharienne, en Asie du Sud, et même égale à 30% en Inde[38]. En revanche, les pays développés n'exigent pas une réciprocité totale dans les relations commerciales. De nombreux pays développés offrent un traitement préférentiel pour les exportations des PED dans le cadre du Système Généralisé de Préférences (SGP). La proposition européenne de «tout sauf les armes[39]» libéralise toutes les autres exportations des pays les moins avancés, sauf les armes.

Dans certains cas les restrictions à l'importation peuvent être justifiées. L'importation des armes et des matières dangereuses constitue un exemple type. Les restrictions sur les importations des pays qui mettent en danger leur propre production de produits alimentaires de base peut également être justifiée. Dans le cas d'autres biens échangés les restrictions temporaires sur les importations peuvent être justifiées par l'argument des « industries jeunes »[40]. Selon cet argument, dans la période de libéralisation certaines industries peuvent avoir besoin d'une protection temporaire contre les fournisseurs étrangers. Ce pourrait être le cas lorsque le pays en question dispose d'un avantage comparatif dans ce secteur, mais que ses entreprises ne sont temporairement pas concurrentielles pour une raison quelconque. Ce type de protection doit être utilisé avec précaution afin de ne pas protéger de façon permanente des entreprises et des industries non compétitives.

Les pays en développement vont chercher à augmenter leur volume de commerce extérieur. Et les pays développés peuvent continuer à ouvrir leurs marchés aux producteurs des PED. Ceci est crucial pour promouvoir la croissance économique. Les PED seront emmener à renforcer leur production de produits existants et trouver de nouveaux produits pour lesquels ils ont un avantage comparatif. Un des problèmes auxquels sont confrontés de nombreux pays en développement est que les prix de leurs produits sur les marchés mondiaux sont généralement très volatiles. Les pays seront emmener à accroître le niveau de transformation de ces produits et diversifier leurs exportations. Le tableau 4 montre comment le commerce extérieur est devenu plus important au cours des trois dernières décennies pour certains des pays les moins développés.

---

[38] http://www.senat.fr/rap/r05-120/r05-1201.html, le 16-05-2009.

[39] Vahl R., "*L'initiative «Tout sauf les armes»: le libre accès au marché communautaire pour tous les PMA*", *le* Courrier ACP-UE *mai-juin 2001, p.30-31. Disponible sur le lien suivant:* *http://ec.europa.eu/development/body/publications/courier/courier186/fr/fr_030.pdf*

[40] Hamilton C., "*A New Approach to estimation of the Effects of non-tariff barriers to trade: An Application to the Swedish Textile and Clothing Industry*", Working paper N°160, ed Institute for International Economic Studies, University of Stockholm, 1981.

Tableau 4: Intégration au commerce international dans les pays les moins développés 1970 □2007

(En pourcentage du PIB)

	1970-79		1980-89		1990-98		1999-2007	
	Importations et exportations	Importations	Importations et exportations	Importations	Importations et exportations	Importations	Importations et exportations	Importations
Népal	17	11	22	17	35	26	49	31
Bangladesh	14	10	18	13	22	14	37	22
Inde	10	5	12	8	17	9	34	18
Pakistan	24	15	29	19	32	18	33	18
Seri Lanka	40	22	57	35	65	38	n.a	n.a
Tanzanie	43	26	27	20	38	28	45	26
Ethiopie	20	11	25	17	23	17	42	29
Mozambique	n.a	n.a	33	27	47	40	70	42
Kenya	49	29	40	25	47	28	58	33
Ouganda	20	9	15	8	24	17	n.a	n.a
Médiane*	**38**	**21**	**37**	**22**	**43**	**26**	**44**	**28**

* La médiane de 46 pays à faible revenu .

Source: Mayer, "Globalization, Technology Transfer and Skill Accumulation in Low-Income Countries", *UNCTAD Discussion Paper*, No. 150, 2000.

Au cours des dernières années, les pays développés ont présenté plusieurs nouvelles mesures au cycle de négociations de l'OMC lancé à Doha en Novembre 2001. Il s'agit notamment des exigences environnementales et des droits du travail. Bien que ces suggestions soient moralement valides, ces pays se trouveront confrontés à de sérieux problèmes pour atteindre ces objectifs. Sur le plan financier, ils n'ont pas les moyens d'instaurer les normes comptables que plusieurs pays développés n'ont instaurées que récemment. Les normes peuvent également être utilisées comme des obstacles au commerce international.

1.3 L'investissement direct étranger[41]

L'investissement direct étranger fournit les ressources externes (capital et technologie) qui soutiennent le développement économique des pays d'accueil. Il a des effets positifs sur l'emploi (direct et indirect). L'IDE augmente les exportations et améliore ainsi la balance du compte financier en contribuant au remboursement de la dette extérieure. Les investissements étrangers peuvent, pour des raisons politiques, être sous contrôle étranger. Les actions des entreprises étrangères ne diffèrent pas essentiellement de celles des entreprises privées nationales, même elles peuvent être plus efficaces en raison de leur réaction plus rapide aux changements dans les facteurs de compétitivité.

Le tableau 5 montre comment les pays en développement ont réussi à attirer de façon significative des flux d'investissement direct étranger depuis 1989. Même si leur part du total des flux d'IDE a baissé à un certain moment, il convient de noter qu'en termes absolus les flux ont continué de croître.

Les motifs d'investissement sont liés à la politique de production de l'entreprise: production pour le marché domestique ou production orientée vers l'exportation. Les entreprises qui produisent pour le marché intérieur ont tendance à avoir plus de liens domestiques. Ceci est dû au coût et aux exigences de qualité de la production orientée vers l'exportation. Dans la production pour le marché domestique, les producteurs locaux connaissent mieux les priorités et les exigences de leurs clients que dans le cas de la production orientée vers l'exportation. Dans le cas des produits technologiquement plus avancés les entreprises ont deux choix: soit elles produisent les biens intermédiaires elles-mêmes soit elles les importent. Plusieurs économistes ont discuté sur les causes de ces investissements, notamment John H. Dunning qui a suggéré que trois conditions doivent être réunies pour inciter une entreprise à entreprendre des investissements. Cette approche est connue sous le nom de OLI: O pour l'avantage de spécificité, L pour l'avantage de localisation et I pour l'avantage d'internalisation (voir encadré 1).

Un rôle autonome est attribué aux sociétés affiliées afin de favoriser les liens avec les fournisseurs nationaux. Si la filiale dépend de la stratégie internationale de l'entreprise elle importe les biens intermédiaires. L'âge des filiales étrangères affecte les liens domestiques: si la filiale est très ancienne elle a plus de liens avec les fournisseurs nationaux. Lorsque le mode d'établissement de la filiale est le résultat de fusions ou d'acquisitions, la formation de liaisons domestiques est plus probable que dans le cas d'un nouvel investissement. Lorsque l'IDE est

[41] Gill S and Law D., "*The Global Polictical Economy: Perspectives, Problems and Policies*", edition Johns Hopkins University Press, Baltimore, 1988, p.130-154.

réalisé par le biais d'une fusion ou d'une acquisition les liens domestiques sont déjà présents. Dans le cas d'un nouvel investissement l'entreprise n'est pas encore ancrée dans le pays.

Tableau 5 Les afflux des IDE

(En millions de dollars américains et en %)

Région	1989-94	1996	1998	2000	2003	2004	2005
Monde	200 145	384 910	692 544	1 270 764	1 118 973	1 523 823	1 695 002
part du total, %	100	100	100	100	100	100	100
Pays développés	137 124	219 688	483 165	1 005 178	873 345	1 082 407	1 188 518
part du total, %	68,5	57,1	69,8	79,1	78,0	71,0	70,1
PED	59 578	152 493	188 371	240 167	210 704	387 865	451 748
part du total, %	29,8	39,6	27,2	18,9	18,8	25,5	26,7
y inclus:							
L'Asie et le pacifique	37 888	94 506	95 850	143 763	129 484	240 774	283 535
part du total, %	18,9	24,6	13,8	11,3	11,6	15,8	16,7
Amérique latine	17506	51279	83200	86172	61 548	128 008	136 488
part du total, %	8,7	13,3	12	6,8	5,5	8,4	8,1
Afrique	3 952	5 622	7 713	8 198	19 672	19 084	31 726
part du total, %	2	1,5	1,1	0,6	1,8	1,3	1,9
Pays les moins développés	1 430	2 450	3 679	4 414	10 996	8 884	9 944
part du total, %	0,7	0,6	0,5	0,3	1,0	0,6	0,6

Source: UNCTAD, *«World Investment Report», 1992, 1997,* 2000, 2003 & 2006 issues, ed United Nations, New York and Geneva, *1992, 1997,* 2000, 2003 & 2006.

Les grandes filiales étrangères ont tendance à sous-traiter localement. Les grandes entreprises ont tendance à produire plus en interne. Enfin, le secteur de l'industrie affecte les liens. Le facteur décisif est de savoir comment la technologie peut être divisée facilement en phases. C'est facile dans plusieurs branches de l'industrie manufacturière comme dans

l'industrie alimentaire. Le CNUCED[42] a fait valoir que dans le secteur du textile et de l'habillement les liens de l'offre exigent un certain degré de sophistication et que sur l'échelle nationale ces liens sont rares. Les liens domestiques sont également rares dans l'agriculture domestique parce que les processus de production sont en continu et parce que les besoins en capital sont élevés. Dans les mines il y a des possibilités pour les liens par exemple dans les secteurs de l'électricité et des services techniques.

La construction et le commerce de détail offrent des opportunités aux fournisseurs domestiques. Aussi les opérateurs étrangers des hôtels peuvent acheter les denrées alimentaires, les meubles et les accessoires sur le marché domestique. Les liens domestiques sont donc importants pour évaluer la réussite des IDE. Les critères d'évaluation sont cependant complexes et la situation change au fil du temps. Plus la filiale étrangère est ancrée dans le pays, plus les liens domestiques sont intenses. Un coût faible du travail, de courtes distances et la présence locale constituent des arguments en faveur des liens domestiques.

Une meilleure éducation et une meilleure infrastructure de transport renforceront davantage les liens domestiques. Les économies d'échelle et le renforcement des réseaux d'approvisionnement international ont un effet inverse. La situation diffère toutefois entre les différents secteurs de l'industrie. La mesure dans laquelle les pays libéralisent leur économie a un effet sur les flux d'IDE aussi. Si l'on compare les pays de l'Asie du Sud aux pays de l'Afrique de l'Est nous constatons que ces derniers ont plus de liberté économique. Ces pays ont également attiré davantage les flux d'IDE que leurs homologues en Asie du Sud. La réforme structurelle est un facteur important dans la promotion de la croissance économique.

Encadré 1 : L'approche OLI de Dunning 1981, "Ownership, Location and Internalization advantages" (OLI: spécificité, localisation et internalisation)[43]

L'élément le plus déterminant à l'installation sur un marché étranger d'une entreprise multinationale est la rentabilité qu'elle peut dégager et la part de marché qu'elle peut gagner (attractivité de la clientèle). En effet, l'environnement impose à l'entreprise une étude préalable du marché afin qu'elle puisse prendre une décision. Après étude, l'entreprise qui va s'installer dans le pays d'accueil doit prendre en considération les coûts qui lui incombent, notamment les coûts de communication, les coûts de transport, les coûts liés aux personnels et les obstacles dus à la langue et aux coutumes. Par conséquent, l'entreprise multinationale va s'installer dans un autre pays parce qu'elle possède certains avantages, notamment une technologie supérieure ou des coûts inférieurs de

[42] CNUCED, "*TNCs and the Removal of Textiles and Clothing Qutas*", ed United Nations, New York and Geneva, 2005. Etude disponible sur le lien suivant: http://www.unctad.org/en/docs/iteiia20051_en.pdf

[43] Markusen J.R., "*The Boundaries of Multinational Enterprises and the theory of International Trade*", The Journal of Economic Perspectives, Vol. 9, N°2 (Spring 1995), pp. 169-189.

production dus aux économies d'échelle. Ce point a été développé par Hymer en 1960[44]. Selon l'auteur, une entreprise multinationale apporte des avantages, tels que la technologie, qui sont susceptibles de constituer un gain important pour le pays hôte. Toutefois, elle peut conduire à des situations de monopole.

En raison des inconvénients implicites et des coûts plus élevés de la production étrangère, il est nécessaire d'identifier les avantages et les conditions dans lesquelles l'investissement direct aura lieu. Une approche a été proposée par Duning[45], qui a suggéré que trois conditions doivent être réunies pour inciter une entreprise à entreprendre des investissements directs. Cette approche est connue sous le nom de OLI, *Ownership, Location and Internalization advantages* (OLI: O pour l'avantage de spécificité, L pour l'avantage de localisation et I pour l'avantage d'internalisation).

La spécificité, la localisation et l'internalisation confèrent à la firme multinationale un avantage sur la firme nationale.

L'avantage de spécificité d'une entreprise peut être un produit ou peut résulter du processus de production auquel les autres entreprises n'ont pas accès, comme un brevet, savoir faire, marque déposée, technologie ou un secret commercial. Il pourrait aussi être quelque chose d'intangible, comme une marque ou une réputation de qualité. Quelle que soit sa forme, la *spécificité* confère à l'entreprise un pouvoir de marché ou un avantage de coût qui l'incite à s'implanter à l'étranger.

En outre, le marché étranger doit offrir *un avantage de localisation* qui incite l'entreprise à produire dans le pays étranger plutôt que d'exporter le produit du pays domestique vers le pays étranger. Bien que les politiques économiques (taxation, subvention, etc.), les quotas, les frais de transport et les dotations factorielles soient des avantages évidents de la *localisation*, d'autres facteurs tels que la taille des marchés et l'accès à un plus grand nombre de consommateurs peuvent être aussi important.

Enfin, l'entreprise multinationale doit avoir *l'avantage d'internalisation*. Cette condition est la plus abstraite des trois. Si une entreprise a un produit ou une production et si, en raison de droits de douane et des coûts d'exportation il est avantageux de produire ce produit à l'étranger plutôt que de l'exporter, il n'est pas encore évident que la société devrait mettre en place une filiale étrangère. Il existe une solution alternative: accorder une licence de production ou une licence d'utilisation du processus de production à une entreprise étrangère. Pourquoi ne pas vendre le savoir faire à une entreprise étrangère plutôt que de passer par le processus difficile et coûteux de mettre en place une unité de production de l'étranger? Les raisons qui poussent les entreprises à agir de cette manière sont

[44] Hymer S.H., *The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment*, ed MIT Press, Cambridge, 1976.

[45] Voir :

- Dunning J. H., *International Production and the Multinational Enterprise*, ed George Allen and Unwin, London, 1981.
- Dunning J. H., "*Trade, Location of Economic Activity and MNE: A Search for an Eclectic Approach*", In Ohlin B., Hesselborn P.O. and WijKman P.M., "*The International Allocation of Economic Activity*", ed. Macmillan, London, 1977, pp.395-418.

liées aux *avantages de l'internalisation*: Les entreprises multinationales sentent de plus en plus la nécessité d'internaliser les flux intermédiaires pour maximiser l'avantage de recherche et de développement. Rugman (1981)[46] a montré que, lorsqu'il y a l'imperfection du marché extérieur, l'entreprise tend à créer un marché plus parfait au sein d'elle, ce qui explique, selon l'auteur, pourquoi une entreprise préfère l'investissement direct au commerce ou à la vente de la licence.

1.4 Les migrations internationales

Bien que la plupart des travaux sur la mondialisation aient surtout porté sur le commerce et les flux de capitaux la recherche sur la croissance endogène et sur la géographie économique a mis en évidence l'importance des migrations et son association avec le commerce et les mouvements de capitaux. Au cours de la première phase de la mondialisation - vers la fin du XIXe et le début du XXe siècle - la migration de longue distance était parallèle au commerce et aux flux de capitaux. En fait, plus de 60 millions de personnes ont immigré, essentiellement pour les Amériques, entre 1850 et 1912. Au cours des années 1880, la population américaine et canadienne a augmenté de 0,5% chaque année et la population argentine de 1%[47]. Mais vers le milieu des années 1920 l'immigration a fortement baissé et ne s'est accélérée que pendant la deuxième moitié du siècle.

Au cours des années 1980 et 1990, le rythme des migrations a augmenté avec environ 2 ou 3 millions de personnes qui migraient chaque année vers quelque 67 pays d'accueil comme les États-Unis, le Canada, l'Allemagne et l'Australie[48]. Actuellement, environ 120 millions de personnes vivent en dehors de leurs pays d'origine et leur nombre augmente de près de 2% par an. Dans trois régions - Amérique du Nord, Europe occidentale et Océanie - un habitant sur treize est d'origine étrangère. C'est la croissance de leur nombre qui est en grande partie responsables de l'accroissement de la population en Amérique du Nord et en Océanie. La migration sert également à enrayer la diminution de la population de l'Europe occidentale.

Certains pensent que la croissance des échanges, la révolution des moyens de communications et l'augmentation des IDE freineront la migration. La recherche sur les migrations au cours de la première vague de la mondialisation indique que les mouvements de

---

[46] Rugman A.M., *« Inside the Multinationals, Economics of Internal Markets »,* ed Croom Halm, London, 1981. In Nishikawa J., *Les Investissements Extérieurs Directs Approches Théoriques et multinationalisation des firmes Japonaises*, article disponible sur le lien suivant:
http://dspace.wul.waseda.ac.jp/dspace/bitstream/2065/6109/1/KJ00000001011.pdf

[47] Faini Riccardo, Jaime de Melo and Klaus F. Zimmerman, *Trade and Migration: An introduction*, ed Cambridge University Press, Cambridge, 1999.

[48] Ibid, p.9.

capitaux peuvent se substituer à l'immigration et réduire les écarts de prix[49]. Mais le contraire peut être aussi vrai : les mouvements de capitaux peuvent élargir les écarts et même promouvoir la migration.

En outre, le développement des télécommunications et l'Internet transfère les emplois semi-qualifiés et qualifiés des pays développés vers les PED. Ce processus pourrait réduire immédiatement les écarts de revenus pour certains types de compétences et limiter l'une des principales motivations de la migration. Suite à la résistance croissante à la migration dans certains des principaux pays d'accueil, ces pays sont en train de renforcer ces facteurs positifs qui pourraient affaiblir le besoin d'émigrer, ou de mettre en place des lois plus strictes de la migration. Toutefois, le vieillissement de la population dans les pays développés pourrait rendre la politique d'immigration dans les pays développés un peu plus libérale dans l'avenir.

Les pays développés et les PED envisagent la migration internationale différemment. Dans les pays en développement la croissance démographique est rapide et le taux de chômage est élevé. Les gens ne peuvent pas trouver facilement un emploi dans leur pays d'origine ce qui poussent les PED à privilégier une politique d'émigration plus libérale. L'émigration est avantageuse pour les PED. Dans de nombreux pays, par exemple au Népal, les revenus du travail envoyé par les travailleurs immigrés constituent une source importante de devises pour le pays. L'expérience professionnelle acquise à l'étranger améliore le savoir-faire et renforce donc l'argument en faveur d'une politique d'immigration plus libérale en supposant que l'émigration est temporaire. L'émigration permanente de personnes très instruites- la fuite des cerveaux - est un problème pour les PED[50].

La migration constitue la base de réseaux internationaux qui, dans un monde globalisé, peuvent être la clé de l'industrialisation et de la réussite commerciale. Ces réseaux continuent de stimuler les flux de migrants potentiels en fournissant des contacts avec le monde entier. Les diasporas peuvent être une sorte de «création d'échanges» car elles réduisent les coûts des transactions en fournissant des mécanismes pour l'exécution de contrats lorsque les institutions juridiques formelles sont faibles ou insuffisantes. Cette « création d'échange» se fait par la mise en commun des informations et par la création d'une offre d'intermédiaires avec une connaissance approfondie de certains pays qui leur permettent de satisfaire les acheteurs via des fournisseurs locaux. Dans une diaspora dense et riche, un membre qui triche ou ne respecte les termes d'un contrat risque l'ostracisme par la communauté toute entière.

---

[49] Stark O., Helmenstein C. and Prskawetz A., "Human Capital Formation, Human Capital Depletion, and Migration: A Blessing or a "Curse"". Economic Letters 60, 363-7, 1999.

[50] Faini Ricardo, *« Is the Brain Drain an Unmitigated Blessing?»,* Discussion Paper No. 2003/64, ed World Institute for Development Economic Research, Finalnd, September 1999, p.7.

Pendant des centaines d'années cette règle simple a permis l'épanouissement du commerce des diasporas. Les successeurs des commerçants maghrébins de la fin du moyen âge sont aujourd'hui chinois et indien. La diaspora chinoise qui dispose d'un énorme volume de capital et peut s'appuyer sur l'information détaillée du marché ainsi que sur un large éventail d'expertise a contribué de manière significative à la croissance des économies de l'Asie du sud-est. De même, depuis que l'Inde a libéralisé son économie la communauté indienne est devenue beaucoup plus active dans le lancement de nouvelles entreprises dans le sous-continent et en soutenant le développement des compétences pour industries à haute technologie.

Pour de nombreux PED la migration est perçue comme une soupape de sécurité permettant aux travailleurs de trouver un emploi mieux rémunéré à l'étranger. Elle constitue une source d'expédition d'argent, de compétences, de technologies et de capitaux. Pour de nombreux PED cet aspect de la mondialisation est très avantageux. Mais pour exploiter pleinement les avantages à long terme de la migration et de la croissance des diasporas, les pays devront non seulement procéder à la création d'institutions internationales pour gérer et faciliter la mobilité de la main-d'œuvre, ils devront aussi voir la migration dans le cadre d'un processus plus large de libéralisation et d'intégration de leurs économies.

1.5 La dette et l'intégration des politiques macroéconomiques.

Tous les pays - développés et en développement - ont de la dette extérieure. Les États-Unis est le pays le plus endettés et l'Irlande a le ratio le plus élevé de la dette par habitant[51]. La dette dans les pays développés est gérable voire nécessaire pour la croissance, dans la mesure où leurs économies génèrent suffisamment de revenus pour honorer le remboursement de la dette. Alors que la dette des PED est nettement inférieure à celle des pays développés, ses conséquences sont plus graves. Les pays débiteurs doivent rembourser leurs emprunts en devises étrangères ce qui crée des problèmes pour les pays dont la monnaie est instable. La structure et la vulnérabilité des économies des PED et le déséquilibre du commerce mondial peuvent les rendre incapables de rembourser leurs dettes. Les principaux créanciers des PED sont des institutions financières comme la Banque mondiale et le FMI ainsi que diverses banques des pays développés. La dette des pays en développement ne constitue qu'une petite part du total de la dette globale. La dette combinée des 38 pays pauvres les plus endettés (PPTE) est inférieure à 1% du total de la dette. Le montant de ces dettes en dollars n'est pas

[51] http://www.brillig.com/debt_clock/, le 11-03-2007.

important mais en termes relatifs – étant donné les faibles recettes générées par les économies des PPTE – la dette constitue un handicap au développement. Par exemple, le Sénégal a une dette de 1,6 milliard de dollars et consacre 20% de son PIB au service de cette dette, tandis que le service de la dette de l'Ouganda équivaut à 38,4% de son PIB[52].

Une partie importante de la dette des PED été contracté dans les années 1970 à la suite de la crise pétrolière. Ces prêts ont été souvent utilisés pour promouvoir les politiques et les programmes économiques des pays développés - projets de travaux publics, promotion des exportations, et soutien aux régimes politiques, etc. Initialement, les prêts étaient à faible taux d'intérêt mais vers le milieu des années 1970 ces taux d'intérêt ont augmenté de manière significative. Comme les taux d'intérêt ont augmenté les PED avaient de plus en plus de difficultés à rembourser leur dette. Comme la dette des PED a augmenté et ces pays étaient incapable de rembourser leurs créanciers, ils ont contractés de nouveaux prêts afin de rembourser la dette antérieure. Il s'agit du programme de restructuration par lequel le FMI et la Banque mondiale accordent de nouveaux prêts aux pays en développement à condition que ces pays exécutent des « programmes d'ajustement structurel ». Ces politiques ont créé de graves problèmes pour de nombreux pays en développement et accru leurs vulnérabilités face aux fluctuations des prix sur les marchés mondiaux et aux catastrophes naturelles.

Parce que la dette de ces pays est supérieure aux recettes et afin d'éviter la faillite, les PED ont accepté les conditions du FMI - réforme économique et restrictions budgétaires - afin d'obtenir une restructuration de la dette. Du point de vue des pays développés et des institutions de financement, il existe trois principaux obstacles à cet allègement: 1) la perte économique immédiate, 2) le risque d'aléa moral en ce qui concerne les emprunts à plus long terme. L'aléa moral, ou « moral hasard » désigne une situation de risque dans une relation entre deux agents ou deux parties contractantes: c'est la perspective qu'un agent, isolé d'un risque, se comporte différemment que s'il était totalement exposé au risque (cette notion sera définie et détaillé à la page **75** de ce travail), et 3) les problèmes internes dans les pays en développement - instabilité politique, corruption, inégalités, inefficacité, etc. Cependant, sans mentionner les motifs altruistes, un allégement de la dette des pays les moins avancés est dans l'intérêt des pays développés, car il permettrait de promouvoir la croissance de l'économie mondiale et de prévenir la transmission des chocs vers le monde développé. À l'avenir, les emprunts à l'étranger seront ajustés afin de refléter les capacités de remboursement des PED.

[52] http://www.globalissues.org/TradeRelated/Debt/Scale.asp. Le 11-03-2007.

Les institutions internationales, comme le FMI et la Banque mondiale, sont souvent critiquées par les économistes, notamment par Joseph Stigtilitz, pour avoir limité la souveraineté des décideurs politiques dans les pays en développement[53]. La perte de l'indépendance des politiques macroéconomiques est un caractère plus général d'un monde globalisé. Les pays développés ont perdu en partie leur souveraineté nationale comme une conséquence de la mobilité des capitaux. Un régime de change flottant donne un peu plus d'indépendance en matière de politique monétaire à court terme. Dans le long terme, une politique macroéconomique durable n'a pas d'alternatives. Les pays en développement doivent libéraliser la circulation des capitaux à court terme progressivement pour éviter une instabilité macroéconomique. Dans le même temps, un contrôle public du secteur financier national doit également être développé. Plus un pays est endetté, plus il est dépendant des établissements de crédit et des marchés financiers internationaux. Les établissements de crédit surveillent les fondamentaux macroéconomique des débiteurs parce que le résultat a une influence sur leur capacité à rembourser leurs dettes. Les établissements de crédit doivent cependant faire attention à ne pas intervenir dans la fixation des priorités des décideurs politiques domestiques. Tant que les politiques sont économiquement viables et ne violent pas certaines valeurs de base telles que les droits de l'homme, elles devraient être fixées par les politiciens nationaux.

1.6 Autres répercussions de la mondialisation: Impact sur la répartition internationale du revenu et sur l'emploi

La mondialisation a des répercussions sur de nombreux secteurs. Mais il n'est pas toujours facile de discerner ce qui est réellement dû à la mondialisation, et ce qui est dû au développement technique et économique en tant que tel. Dans certains cas, les politiques des entreprises nationales ou des gouvernements sont cruciales pour le résultat final. Les domaines dans lesquels la mondialisation a un impact général inclut les politiques, la structure sociale, le marché du travail, la politique sociale, l'éducation, la culture, la religion, et l'environnement. La mondialisation a également un impact sur la répartition internationale du revenu.

L'évaluation de l'impact de la mondialisation sur la répartition des revenus pose deux questions. Tout d'abord nous allons fournir un aperçu de l'impact de la mondialisation sur la

[53] Stiglitz J.E., *La Grande Désillusion*, ed. Fayard, Paris, 2002, p.57.

répartition des revenus. Ensuite nous allons tenter de répondre à la question de savoir si la répartition des revenus est une bonne mesure du développement économique.

En 2000, le FMI[54] a enquêté dans 42 pays - 90% de la population mondiale - afin d'évaluer les progrès réalisés dans la réduction de l'écart de revenu entre les pays. L'étude est arrivée à la conclusion que le PIB par habitant a augmenté de façon spectaculaire depuis le début du XXe siècle. Le problème est que la distribution dans les pays est plus asymétrique qu'au début du XXe siècle. Le rapport de développement de l'ONU de 1992[55] indique que la distribution des revenus dans le monde était encore très inégale. Il indique aussi que l'écart de revenu entre les pays a augmenté depuis 1960. Ce point de vue est appuyé par Todaro[56] qui a indiqué que les pays en développement ont connu une croissance du PIB de seulement 1,1% par an entre 1960 et 1982. Au même stade, les pays en développement ont connu une croissance moyenne du PIB de 3,1 par an. Le FMI[57] a montré que les revenus de la population des pays les plus riches ont augmenté de six fois entre 1900 et 2000. Les revenus de la population des pays les plus pauvre ont augmenté de seulement 3% durant la même période.

Masson (2000)[58] indique que la question est beaucoup plus compliquée que le simple fait de comparer des niveaux relatifs dans la distribution des revenus. Masson a comparé le niveau de croissance économique dans les pays qui participent activement à la mondialisation par rapport aux pays qui ne sont pas actifs dans le processus. Masson a conclu que dans les trente pays développés qui sont actifs dans le processus de mondialisation, les revenus ont augmenté de 3,5% dans les années 1980 et de 5% dans les années 1990. Les revenus des pays qui ne sont pas actifs dans le processus de mondialisation n'ont pas changé ou ont peu changé depuis les années 1980. Les pays qui ont libéralisé leurs économies se sont développés à un rythme plus rapide que la moyenne des PED[59]. Selon Masson, il est donc inacceptable de prétendre que la mondialisation a causé une répartition faible et inégale des revenus dans les PED.

---

[54] IMF, *Report of the Managing Director to the International Monetary and Financial Committee on Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System and Reform of the IMF*, edition IMF Washington, 2000, p.1.

[55] Mander J. and Goldsmith E., *The Case against the Global Economy and for a Turn Toward the Local*", edition Sierra Club, San Francisco, 1996, p.24.

[56] Voir:

- Todaro M.P., *A Model of Labor Migration and Unemployment in Less developped Countries*", American Economic Review, vol.59, 1969, p. 138-148.
- Harris J.R. and Todaro M.P., *Migration, Unemployment and Development*, American Economic Review, vol.60, 1970, p. 126-142.

Ces deux papiers ont été cités dans IMF (2000), p.29.

[57] IMF, 2000, op cite, p.3.

[58] Masson P., "*Globalization: Facts and Figures*, IMF policy Discussion Paper PDP/01/04, edition IMF, Washington, 2000, p.6.

[59] Ibid, p.7.

Dans son enquête, le FMI a également indiqué que la mondialisation a conduit à une croissance économique inégalée au cours du XXe siècle. Le PIB mondial par habitant a augmenté presque cinq fois au cours du XXe siècle. Cette croissance ne s'est pas produite de façon régulière. La croissance a été la plus forte dans la seconde moitié du siècle, en raison de l'accélération des échanges commerciaux et du processus de libéralisation financière. Bien que la mondialisation ait contribué à une augmentation significative de la croissance économique, le FMI indique que cette croissance n'était pas répartie de manière égale entre les pays. Les revenus d'un quart de la population des pays les plus riches ont augmenté de 6 fois tandis que ceux des plus pauvres ont augmenté de 3 fois seulement. Bien que la mondialisation ait contribué à l'augmentation des niveaux de croissance économique, elle n'a pas contribué à la réduction de l'inégalité de la répartition des revenus entre les pays développés et les PED. Le problème est que la répartition inégale des revenus peut être principalement attribuée à la faible participation des PED dans le processus de mondialisation.

La deuxième question est de savoir si la croissance économique est un bon indicateur du développement économique. Mander et Goldsmith (1996)[60] ont indiqué que le PIB par habitant n'est pas un très bon indicateur pour mesurer le développement économique. Si une mesure plus large du développement économique - comme une comparaison des conditions sociales entre les pays - est utilisée, le résultat en matière de développement économique est plus pertinent que celui obtenu par la comparaison des revenus. Selon l'enquête du FMI plusieurs pays à faible revenu comme le Sri Lanka ont des indicateurs impressionnants du développement social en dépit du fait que ce pays ne partage pas l'augmentation de la croissance économique due à la mondialisation. Bien que l'asymétrie de la distribution des revenus ne se soit pas améliorée en faveur des PED, elle n'a pas nécessairement entravé le développement économique dans ces pays.

L'indice de développement humain[61] (IDH) constitue un autre indicateur du développement économique. Le stade de développement est mesuré d'une façon plus positive par l'IDH[62]. Les indicateurs sont basés sur le niveau d'éducation et l'espérance de vie afin de déterminer le niveau de développement. Craft (2000) indique les principales différences de niveaux entre les indicateurs de développement humain et l'écart de revenu. Le niveau des

[60] Mander J. and Goldsmith E., 1996, op cite, p.26.

[61] L'indice de développement humain ou IDH est un indice statistique composite, créé par le Programme des Nations Unies pour le développement (PNUD) en 1990, évaluant le niveau de développement humain des pays du monde. L'IDH est un *indice composite*, sans unité, compris entre 0 (exécrable) et 1 (excellent), calculé par la moyenne de trois indices quantifiant respectivement: la santé /longévité, le savoir ou niveau d'éducation et le niveau de vie. Source: *undp.org*, United Nations Development Program. Consulté le 30/10/2006.

[62] Crafts N., "*Globalization and Growth in the Twentieth Century*", IMF working Paper, edition IMF, Washington DC, 2000, p. 6.

revenus de la population la plus pauvre en termes réels était toujours inférieur au niveau des revenus des pays en développement dans les années 1870. Toutefois, malgré ces faibles niveaux de revenus, ces pays ont amélioré l'IDH en raison de l'amélioration de la technologie médicale et l'augmentation du niveau de vie qui en résultent.

Bien que la mondialisation ait conduit à une répartition inégale des revenus entre les pays développés et les PED elle a aussi entraîné une augmentation de la production mondiale et une augmentation des niveaux de commerce. L'intégration des marchés mondiaux a accéléré la croissance économique et peut être considérée comme une opportunité d'améliorer leur niveau de vie[63]par les pays en développement. Il est également admis que les pays dont l'économie est orientée vers les exportations ont de meilleures chances d'accélérer leur croissance économique[64].

Certains opposants à la mondialisation ont fait valoir que le processus de la mondialisation entraînera une augmentation des taux de chômage dans les PED[65]. D'autres économistes pensent que la concurrence entre les pays à bas salaires va plutôt augmenter les taux de chômage dans les pays développés. Les pays développés vont ainsi exporter les emplois vers les PED. Brittan (1998) [66] indique qu'il est trop simpliste d'affirmer que les taux élevés de chômage dans les PED sont causés par la mondialisation. Brittan pense que la demande de travailleurs peu qualifiés a diminué en raison de l'évolution technologique. La demande internationale de travailleurs ayant des compétences spécialisées a augmenté. La raison est que les travailleurs qualifiés sont indispensables suite au développement technologique. Brecher et Costello (1994)[67] pensent que la mondialisation a conduit à la réduction du pouvoir de négociation des travailleurs. Les frontières entre les pays n'ont pas été totalement supprimées en ce qui concerne les travailleurs. Il existe des limitations à la mobilité des travailleurs. Selon Scholte (1997)[68], il n'est pas certain que la production transfrontalière conduira à la perte de sécurité de l'emploi et à des salaires moins élevés. La mondialisation n'est donc pas forcément néfaste aux travailleurs. Brecher et Costello (1994)[69]

---

[63] Quattara, 1997, op cite, p.177.
[64] Todaro MP, « Economic Development in the Third World Third Edition", ed Longman, New York, 1985, p.123.
[65] Ce sujet a constitué le sujet de thèse de M. Ahn S.W., *« Mondialisation et transformation des marchés du travail: Allemagne, Corée du Sud, Etats-Unis, France, et Japon »,* thèse de doctorat présentée par Sang-Wuk Ahn sous la direction de M. Alain Crochet le 27 avril 2006 à la Sorbonne, Paris, France
[66] Brittan, 1998, op cité, p.8.
[67] Brecher J and Costello T, "*Global Village or Global pillage:Economic Reconstruction from the Bottom Up edition* South End Press, Boston , 1994, In Scholte JA, *Global Capitalism and the state*, International Affairs v73 N°3, 1997, p.334.
[68] Ibid, p.335.
[69] Brecher J and Costello, 1994, op cite, p.120.

indiquent que c'est surtout la main-d'œuvre non qualifiée et les emplois qui ne nécessitent pas une main d'œuvre qualifiée qui souffrent de la concurrence dans l'économie mondiale. Selon l'enquête du FMI (2000)[70] ces travailleurs ont du mal à garder leur emploi même sans la mondialisation en raison du fait que les économies des pays développés sont devenues plus orientés vers les services et que la demande des travailleurs peu qualifiés a diminué.

La mondialisation a également un impact sur les conditions du travail. Les pays vont essayer d'améliorer leur compétitivité en réduisant les salaires et en allégeant les impôts et les règlements. Brittan indique qu'il est nécessaire de protéger certains droits des travailleurs étant donné que les pays deviennent de plus en plus interdépendants. Litan et Herring (1995)[71] indiquent qu'il y a une limite dans la façon dont les pays peuvent concourir. Les clients des sociétés de services financiers préfèrent encore les échanges avec les pays où les services financiers sont réglementés correctement. C'est une des raisons pour lesquelles la plupart des entreprises américaines ne sont pas délocalisées dans les Îles Caïmans. Les pays ne seront donc pas en mesure d'ignorer les droits des travailleurs s'ils veulent devenir compétitifs sur le marché international. Si les pays en développement ont accordé beaucoup d'attention et ont commencé à sur-réglementer leurs marchés du travail, ceci peut avoir un impact négatif sur leur compétitivité internationale.

2 - L'impact de la globalisation financière sur la croissance dans les pays en développement?

La dernière vague de la globalisation financière qui a débuté vers le milieu des années 1980 a été marquée par une forte augmentation des flux de capitaux entre les pays industrialisés et entre les pays industrialisés et les pays en développement. Bien que ces flux de capitaux aient été associés à des taux de croissance élevés dans certains PED, un certain nombre de pays ont connu un effondrement périodique des taux de croissance et d'importantes crises financières au cours de la même période. Par conséquent, un débat intense a émergé à la fois dans les milieux universitaires et politiques sur les effets de l'intégration financière des PED[72].

La globalisation financière pourrait, en principe, contribuer à l'augmentation du taux de croissance dans les PED à travers un certain nombre de voies. Certaines voies affectent

[70] FMI, 2000, p.8.
[71] Litan R.E and Herring R.J., « *Financial Regulation in the Global Economy*», ed The Brookings Institution, Washington, 1995, p.5.
[72] Cabin P., *«L'Économie repensée: le renouveau théorique, le marché dans la société, la globalisation, la croissance et l'emploi, les politiques économiques»,* ed Presses Universitaires de France, Paris, 2000, p.43.

directement les déterminants de la croissance économique - augmentation de l'épargne domestique, réduction du coût du capital, transfert de la technologie des pays industrialisés vers les PED, développement des secteurs financiers domestiques. D'autres voies indirectes, qui dans certains cas pourraient être plus importantes que les voies directes, comprennent une plus grande spécialisation de la production grâce à une meilleure gestion des risques ainsi qu'une amélioration dans les politiques macroéconomique et les institutions causé par les pressions concurrentielles ou par les effets de la mondialisation[73].

Quelle est la part des avantages de la croissance économique qui s'est effectivement matérialisée dans les PED? Le revenu moyen par habitant du groupe des économies des PED les plus ouvertes financièrement a augmenté à un taux plus favorable que celui du groupe les moins ouvertes financièrement. Aitken et al. (1999)[74] indiquent que les différences dans le revenu par habitant ne découlent pas uniquement des différences du ratio capital-travail, mais des différences de l'ensemble des facteurs de la productivité. Dans ce cas, même si la globalisation financière peut entraîner une augmentation des flux de capitaux, il est peu probable qu'elle puisse accélérer la croissance. En outre, certains des pays qui ont procédé à la libéralisation financière ont connu des contractions de la production liée aux crises bancaires ou monétaires.

2.1- Globalisation financière et instabilité macroéconomique

La volatilité et l'instabilité macroéconomiques sont définies par Loayza and Raddatz (2007)[75] comme la variabilité d'agrégats macroéconomiques clefs due à l'occurrence de chocs fondamentaux. En d'autres termes, la volatilité macroéconomique concerne un déséquilibre ponctuel, tandis que l'instabilité macroéconomique apparaît en présence de déséquilibres multiples sur l'ensemble de l'économie. En théorie, la globalisation financière peut aider les PED à mieux gérer la volatilité de la production et de la consommation. L'intégration financière offre aux PED un accès plus facile aux capitaux étrangers afin de diversifier leur production. L'accès aux marchés financiers internationaux permet aux pays de partager les risques macroéconomiques. Les échanges des actifs financiers peuvent être utilisés pour dissocier le niveau de consommation domestique des composants spécifiques de ces fluctuations de la production. La volatilité de la consommation par rapport à celle de la

[73] Ibid, p.45.
[74] Aitken B. and Harrison A., *Do Domestic Firms Benefit from Direct Foreign Investment? American Economic Review*, Volume 89, June 1999, p. 616.
[75] Loayza N. and Raddatz C. E., *The Structural Determinants of External Vulnerability*, World Bank Economic Review, Volume 21, N°3, 2007, p.10.

production devrait diminuer quand le degré d'intégration financière augmente. Comme la plupart des PED sont plutôt spécialisées dans la production ils peuvent, en théorie, obtenir des gains plus grand que ceux des pays développés par le biais du partage des risques de la consommation internationale en échangeant une part de leur production nationale contre une part de la production mondiale.

La vulnérabilité d'un pays en développement aux facteurs de risque associés à la globalisation financière n'est pas indépendante de la qualité de ses politiques macroéconomiques et de sa gouvernance nationale. Par exemple, un taux de change surévalué et une expansion de crédits précèdent souvent une crise monétaire. En outre, le manque de transparence est souvent associé au comportement des investisseurs internationaux qui peuvent déstabiliser le marché financier d'un pays en développement. Enfin, un degré élevé de corruption peut affecter la composition des flux de capitaux d'un pays d'une manière qui le rend plus vulnérable aux risques d'attaques spéculatives et aux effets de la contagion. Ainsi, la capacité d'un pays en développement à tirer profit de la globalisation financière ainsi que sa vulnérabilité relative à la volatilité des flux internationaux de capitaux peuvent être sensiblement affectés par la qualité de ses politiques macroéconomiques et de ses institutions.

Quelle est la part des PED dans les bénéfices potentiels en termes de meilleure gestion de la volatilité de la consommation? Alors que la volatilité de la croissance de la production a, en moyenne, baissé dans les années 1990 par rapport aux trois décennies précédentes, la volatilité de la croissance de la consommation par rapport à celle de la croissance des revenus a augmenté en moyenne dans les économies émergentes dans les années 1990[76]. En d'autres termes l'accès aux marchés internationaux des capitaux semble avoir eu un effet pervers sur la volatilité relative de la consommation dans les économies en développement intégrées financièrement. À de faibles niveaux d'intégration financière, une augmentation de l'intégration est associée à une augmentation de la volatilité relative de la consommation. Cependant, une fois que le niveau d'intégration financière dépasse un certain seuil, cette association devient négative[77]. En d'autres termes, pour les pays qui sont suffisamment ouverts financièrement, la volatilité relative de la consommation commence à diminuer. Cette constatation est potentiellement compatible avec l'idée que l'intégration financière internationale peut contribuer à promouvoir le développement du secteur financier national, qui à son tour, peut contribuer à modérer l'instabilité macroéconomique interne. Toutefois,

[76] Ibid, p.14.
[77] Ibid, p.15.

jusqu'à présent ces avantages de l'intégration financière semblent avoir profité essentiellement aux pays industrialisés.

Dans cet ordre d'idées, la multiplication des crises financières et monétaires dans les PED est souvent considérée comme une conséquence naturelle d'une « crise de croissance » associée à la globalisation financière[78]. Ces crises peuvent prendre différentes formes. Tout d'abord, les investisseurs internationaux ont tendance à s'engager momentanément dans le commerce d'une façon non rationnelle ce qui peut être déstabilisant pour les économies en développement. Deuxièmement, les investisseurs internationaux peuvent- en collaboration avec les résidents - se livrer à des attaques spéculatives sur les monnaies des PED ce qui entraîne une instabilité qui ne peux pas être gérée correctement étant donné les faiblesses des fondamentaux économiques et politiques de ces pays. Troisièmement, le risque de contagion représente une menace pour les pays voisins ayant une économie solide car les investisseurs internationaux pourraient retirer leurs capitaux de ces pays. Dans ce cas il en résulte une baisse des prix des actifs et une diminution massive de liquidité sur le marché de ces pays. Ce qui peut conduire à une crise bancaire. Quatrièmement, un gouvernement, même élu démocratiquement, peut ne pas accorder suffisamment d'importance à l'intérêt des générations futures. Cela devient un problème lorsque les intérêts des générations futures et des générations actuelles divergent poussant le gouvernement à engager un volume excessif de la dette. En facilitant l'endettement des gouvernements, la globalisation financière pourrait aggraver ce problème de surendettement. Ces quatre types de cause ne sont pas nécessairement indépendants, et peuvent se renforcer mutuellement.

Si l'identification d'une relation simple entre la globalisation financière et la croissance ou la volatilité de la consommation n'est pas évidente, la combinaison de la globalisation avec des politiques macroéconomiques adéquates et une bonne gouvernance semble être propice à la croissance. Par exemple, les pays ayant un bon IDH et une bonne gouvernance attirent les investissements étrangers directs qui sont particulièrement propice à la croissance. Plus précisément, des recherches récentes menées par le FMI montrent que la corruption a un effet fortement négatif sur les flux d'IDE[79]. De même, la transparence des activités du gouvernement - qui est une autre dimension de la bonne gouvernance - a un effet positif sur les flux d'investissements.

---

[78] Hochraich D., *«Mondialisation contre développement: le cas des pays asiatiques»,* ed Syllepse, Paris, 2002, p.45.
[79] International Monetary Fund, "World Economic Outlook", September 2002.

2.2 Le degré d'intégration financière des PED

Selon Kamar (2005)[80], « la globalisation financière implique que tous les pays doivent s'insérer dans un processus de libéralisation financière appelé intégration financière globale. L'intégration financière est donc le processus par lequel les marchés financiers domestiques s'ouvrent les uns sur les autres via les mouvements de capitaux privés, pour constituer un espace financier international ou global commun ». Les restrictions - tels que les quotas, la limitation de la participation étrangère, les mécanismes de filtrage ou les procédures de notification - sur les flux de capitaux et le volume des flux de capitaux qui traversent réellement les frontières nationales permettent de mesurer l'étendue de l'intégration financière dans l'économie mondiale d'un pays. Les différences entre ces restrictions sont importantes pour comprendre les effets de l'intégration financière. Les liens financiers des PED avec l'économie mondiale ont augmenté ces dernières années. Toutefois, un groupe relativement restreint de PED a attiré une grande partie des flux de capitaux privés. Les facteurs structurels sont susceptibles de donner une impulsion à ces flux Nord-Sud à moyen et à long terme.

La libéralisation financière est généralement considérée comme un important précurseur de l'intégration financière. La plupart des travaux empiriques qui ont analysé les effets de la libéralisation financière se sont basés sur les restrictions officielles sur les flux de capitaux[81]. Toutefois, cet indicateur mesure directement le contrôle sur les capitaux mais ne permet pas de saisir les différences dans l'intensité de ces contrôles. Une mesure plus directe de la libéralisation financière est basée sur le stock brut des actifs financiers étrangers et de la dette étrangère par rapport au PIB. Autrement dit, cette mesure est basée sur la libéralisation du système financier. Kamar (2005)[82] distingue 3 types de la libéralisation du système financier:

1. La libéralisation complète du système financier: il s'agit de la suppression totale des contrôles sur les taux d'intérêt des dépôts et des emprunts ainsi que sur l'allocation des crédits et sur les dépôts en devises étrangères;
2. La libéralisation partielle du système financier: il existe un contrôle des plafonds des taux d'intérêt pratiqué et une intervention des crédits vers certains secteurs. Les dépôts en devises étrangères sont généralement autorisés;
3. Le renfermement du système financier: il s'agit de l'interdiction des dépôts en devises étrangères et d'un contrôle étroit sur les taux d'intérêt et l'allocation des crédits.

[80] Kamar B., *« Politiques de Change et Globalisation»,* ed l'Harmattan, Paris, 2005, p.154.
[81] Frankel J., *Measuring International Capital Mobility: A Review, American Economic Review*, Volume 82, May 1992, p. 197–202.
[82] Kamar B. (2005), p. 155.

Bien que ces deux mesures de l'intégration financière soient liées, elles comportent deux aspects distincts. Les restrictions sur le compte financier reflètent l'existence de restrictions sur les flux de capitaux alors que la libéralisation du système financier saisit le degré de l'intégration financière en termes de flux de capitaux. Certains PED ayant des restrictions sur les flux de capitaux ont constaté l'inefficacité de ces restrictions en matière de contrôle effectif des flux de capitaux. A contrario, la fuite des capitaux de certains pays d'Amérique latine dans les années 1970 et 1980 sont des exemples de l'intégration sans la libéralisation financière. D'autre part, certains pays d'Afrique avaient peu restrictions sur la circulation des capitaux mais ont connu des niveaux faibles de flux de capitaux. Il s'agit de la libéralisation sans intégration financière[83].

La différence entre les pays industrialisés et les PED en ce qui concerne la libéralisation financière est assez frappante. Les pays industrialisés ont connu une augmentation considérable de la libéralisation financière en particulier dans les années 1990. Bien que les économies en développement aient également connu une libéralisation financière au cours de cette décennie, leur degré de libéralisation reste bien inférieur à celui des pays industrialisés. En ce qui concerne les PED, la moyenne des mesures de restriction indique qu'après une période de libéralisation dans les années 1970, la tendance s'est inversée dans les années 1980. La libéralisation a repris au début des années 1990, mais à un rythme plus lent. D'autre part, la moyenne des mesures de la libéralisation financière pour ces pays, sur la base des flux réels, montre une légère augmentation dans les années 1980, suivie par une forte hausse dans les années 1990[84].

Cependant, les effets de l'intégration financière en termes d'accroissement des flux de capitaux ont été très inégalement répartis à travers les PED[85]. Afin d'examiner l'étendue de ces disparités, il est utile de commencer par une classification des PED en deux groupes sur la base de leurs mesures de libéralisation financière au cours des quatre dernières décennies: le premier groupe, qui comprend 22 pays, inclus les pays les plus intégré financièrement (PIF) et le deuxième, qui comprend 33 pays, inclus les pays les moins intégré financièrement (MIF). Ce classement est évidemment une statique et ne tient pas compte des différences entre les pays dans le calendrier et le degré d'intégration financière.

---

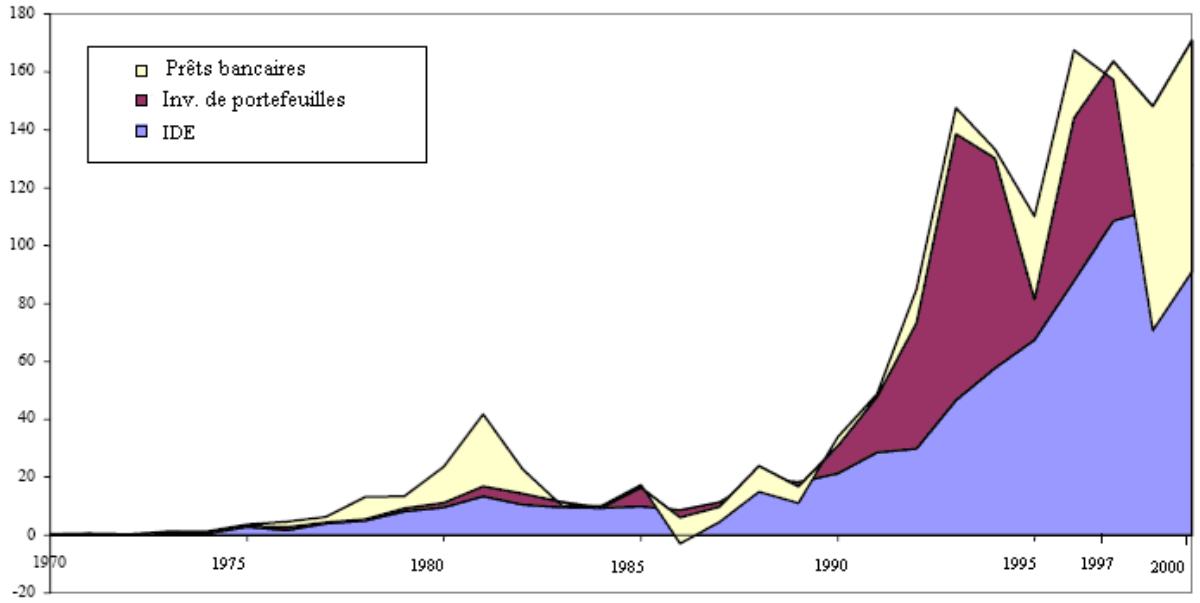
[83] Loungani P., Mody A.and Razin A., *The Global Disconnect: The Role of Transactional Distance and Scale Economies in Gravily Equations* IMF Working Paper, Washington, 2003.

[84] Camara M. et Salama P., *«L'Insertion Différenciée aux Effets Paradoxaux des Pays en Développement dans la Mondialisation Financière»,* dans Chesnais F., «*La Finance Mondialisée»*, ed La Découverte, Paris, 2004, p. 196-224.

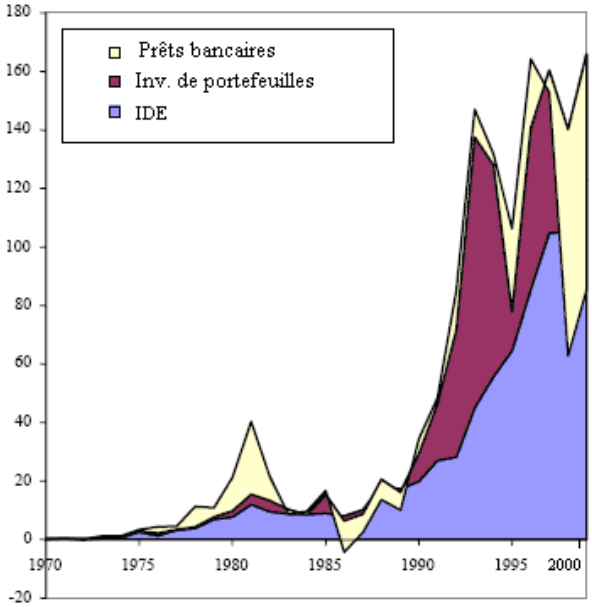
[85] Ishii S., Habermeier K., Laurens B., Leimone J., Vadasz J. and Canales-Kriljenko J.I., *Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability*, IMF Working Paper N° 211, Washington, 2002.

Figure 1 Les flux net de capitaux privés vers l'ensemble des pays en développement.

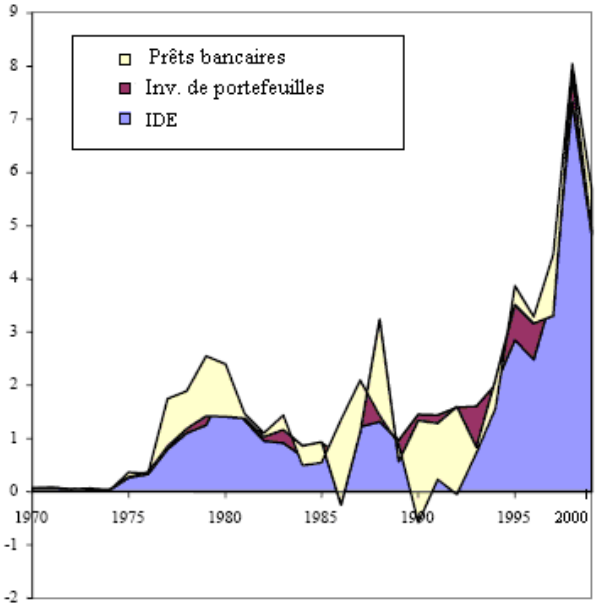
(En milliards de dollars américains)



Flux net de capitaux privés vers les PIF
(En milliards de dollars américains)



Flux net de capitaux privés vers MIF
(En milliards de dollars américains)



Source: World Bank, "*Global Development Finance*", ed Oxford University Press New York, 2001, p.55.

Les flux Nord Sud. L'une des principales caractéristiques de l'intégration financière mondiale au cours des années 1990 a été l'augmentation spectaculaire des flux nets de capitaux privés en provenance de pays industrialisés-le Nord- vers les pays en développement - le Sud. La figure 1 indique que la principale augmentation concerne les IDE et les

investissements de portefeuilles tandis que l'importance relative des prêts bancaires a quelque peu baissé de 1990 jusqu'en 1996.

L'essentiel de l'augmentation des flux nets d'IDE était en provenance des économies industrialisées vers les PIF, avec seulement une petite fraction vers les MIF. Les flux nets d'investissements de portefeuilles montrent une tendance similaire, bien que les deux types de flux vers les économies des PIF aient fortement baissé suite à la crise asiatique et sont restés relativement stables depuis lors. Les économies des MIF ont été beaucoup plus dépendantes sur les crédits bancaires, les prêts et les subventions.

Une autre caractéristique importante de ces flux est qu'ils diffèrent sensiblement en termes de volatilité. Le tableau 6 montre la volatilité des investissements étrangers directs, des investissements de portefeuille et des prêts bancaires des PED. Les flux d'IDE sont les moins volatils parmi ces différentes catégories de flux de capitaux privés vers les économies en développement, ce qui n'est pas surprenant étant donné leur longue durée et leur nature relativement fixe. Les investissements de portefeuille ont tendance à être instables et sujets à de brusques retournements. Même dans le cas des MIF la volatilité des flux d'IDE est beaucoup plus faible que celle des autres types de flux. Cette différence de la volatilité des différentes catégories a des implications importantes qui seront examinées plus en détail plus tard. D'après le tableau 6, on constate le fait que les pays étudiés dans ce travail – la Thaïlande, la Corée du Sud, l'Indonésie et la Malaisie – font parti des PIF.

Les facteurs sous-jacents de l'augmentation des flux de capitaux Nord-Sud. L'augmentation des flux nets de capitaux privés vers les PIF ainsi que les changements dans la composition de ces flux peuvent être décomposé en facteurs « push-pull »[86]. Les facteurs « pull » résultent des changements dans les politiques et les autres aspects de la libéralisation des PED. Il s'agit notamment de la libéralisation des comptes de capital, des marchés boursiers nationaux et des programmes de privatisation des entreprises détenues par l'État qui ont stimulé les flux de capitaux étrangers. Les facteurs « push » comprennent la situation conjoncturelle et macroéconomique résultant des changements de politique dans les pays industrialisés. Il s'agit notamment de l'augmentation de l'importance des investisseurs institutionnels et des dépôts bancaires qui ont attiré les flux de capitaux internationaux vers

[86] Voir:

- Calvo G., Leiderman L. and Reinhart C., "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", IMF Working Paper, Volume 40, March 1993, pp. 108–151.
- Aitken B. and Harrison A., *Do Domestic Firms Benefit from Direct Foreign Investment?* *American Economic Review*, Volume 89, June 1999, p. 605–618.

les marchés émergents. L'importance de ces facteurs indique que, malgré des interruptions temporaires pendant les périodes de crise ou au cours du cycle de ralentissement économique mondial, les années 1980 et 1990 ont été caractérisées par une augmentation globale des flux de capitaux vers les PED.

Les possibilités d'investissements offertes par la libéralisation des marchés boursiers ont amélioré les flux de capitaux vers les PIF. Les restrictions relatives à l'accès des investisseurs étrangers aux marchés boursiers des PIF ont changé au fil du temps. Il s'agit en particulier des restrictions sur la propriété étrangère d'actifs financiers nationaux qui ont baissé suite à la libéralisation des marchés boursiers.

Tableau 6 La volatilité des différentes catégories de flux de capitaux (1980-1996)

	IDE/PIB	Prêts bancaires/PIB	Inv. De portefeuilles/PIB
Écarts-types (médiane pour chaque groupe)			
PIF	0,007	0,032	0,009
MIF	0,010	0,036	0,002
Les coefficients de variation (médiane pour chaque groupe)			
PIF	0,696	1,245	1,751
MIF	1,276	1,177	2,494
Les coefficients de variation pour certaines économies des PIF			
Indonésie	0,820	0,717	1,722
Corée du Sud	0,591	2,039	1,338
Malaisie	0,490	4,397	3,544
Mexique	0,452	2,048	2,088
Philippines	0,921	0,956	1,979
Thaïlande	0,571	0,629	1,137

Source: Wei S.J., *Domestic Crony Capitalism and International Fickle Capital: Is There a Connection?* *International Finance*, Volume 4, 2001, p. 25.

Les fusions et les acquisitions, en particulier celles issues de la privatisation des entreprises publiques, ont été un facteur important dans l'augmentation des flux d'IDE aux PIF dans les années 1990. L'assouplissement des restrictions relatives aux participations

étrangères dans le secteur financier des PIF a aussi joué un rôle important dans l'augmentation des flux d'IDE[87].

Les investisseurs institutionnels dans les pays industriels - y compris les fonds d'investissements, les fonds de pension, les hedge funds, et les compagnies d'assurance - ont joué un rôle important en canalisant les flux de capitaux des pays industrialisés vers les PED. Ils ont aidé les investisseurs individuels à surmonter les barrières des coûts de transaction qui limitaient auparavant les flux d'investissements de portefeuilles vers les marchés émergents. La présence des fonds d'investissements dans les PIF a fortement augmenté au cours des années 1990. Les fonds communs de placement ont permis aux investisseurs de diversifier leur portefeuille dans les PED. Par exemple, certains fonds d'investissements détenaient un stock de 21 milliards de dollars américain en Amérique latine vers la fin de 1995. Fin 1997, leur portefeuille avait augmenté à 40 milliards de dollars. Bien que la croissance des fonds d'investissements en Asie ait été moins prononcée, la présence de fonds d'investissement est toujours importante dans de nombreux pays de cette région[88]. Bien que les investisseurs institutionnels internationaux aient consacré seulement une petite partie de leur portefeuille aux PIF, ils avaient une présence importante dans ces économies étant donné la taille relativement limitée de leurs marchés de capitaux. Les fonds dédiés aux marchés émergents détenaient 5 à 15% de capitalisation boursière dans les marchés de l'Asie et de l'Amérique latine.

Suite aux crises des marchés émergents, les flux de capitaux Nord-sud se sont réduits mais certaines forces structurelles sont susceptibles d'entraîner une relance de ces flux à moyen et à long terme. Les changements démographiques, en particulier, constituent une force motrice importante pour ces flux. Les augmentations projetées des ratios de la dépendance des personnes âgées reflètent des grands changements démographiques dans les pays industrialisés. Cette tendance est susceptible de s'intensifier encore dans les décennies à venir grâce aux progrès de la technologie médicale qui vont augmenter l'espérance de vie moyenne et à la baisse des taux de fécondité. Le financement des caisses de retraite et les besoins liés à la consommation d'une population vieillissant rapidement vont nécessiter une augmentation dans les taux d'épargne nationale et privé au sein de ces économies[89]. Toutefois, si de telles augmentations des taux d'épargne se matérialisent, elles sont susceptibles d'entraîner une baisse du taux de rendement sur le capital dans les économies industrialisées,

---

[87] World Bank, "*Global Development Finance Report*", ed Oxford University Press New York, 2001.
[88] Eichengreen B.J. and Mathieson D.J., "*Hedge Funds and Financial Market Dynamics*", International Monetary Fund Occasional Paper N° 166, Washington, 1998.
[89] Ibid, p.54.

en particulier par rapport à celui des pays pauvres du Sud. Ainsi les flux de capitaux se dirigeront vers les pays qui disposent d'un rendement supérieur sur le capital. Toutes ces forces impliquent que les PED vont encore une fois faire face aux avantages et aux inconvénients de la globalisation financière. Est-ce que les avantages découlant de l'intégration financière sont suffisants pour compenser les coûts de l'exposition accrue aux aléas des flux internationaux de capitaux?

2.3 - L'intégration financière et la croissance économique

Les modèles théoriques ont identifié un certain nombre de moyens par lesquels l'intégration financière internationale peut promouvoir la croissance économique dans les PED. Toutefois, il s'est avéré difficile de déterminer empiriquement une forte et solide relation de causalité entre l'intégration financière et la croissance. En théorie, il existe un certain nombre de moyens directs et indirects par lesquels la globalisation financière peut promouvoir la croissance dans les PED. La figure 2 présente un résumé schématique de ces moyens.

- **Moyens directs**

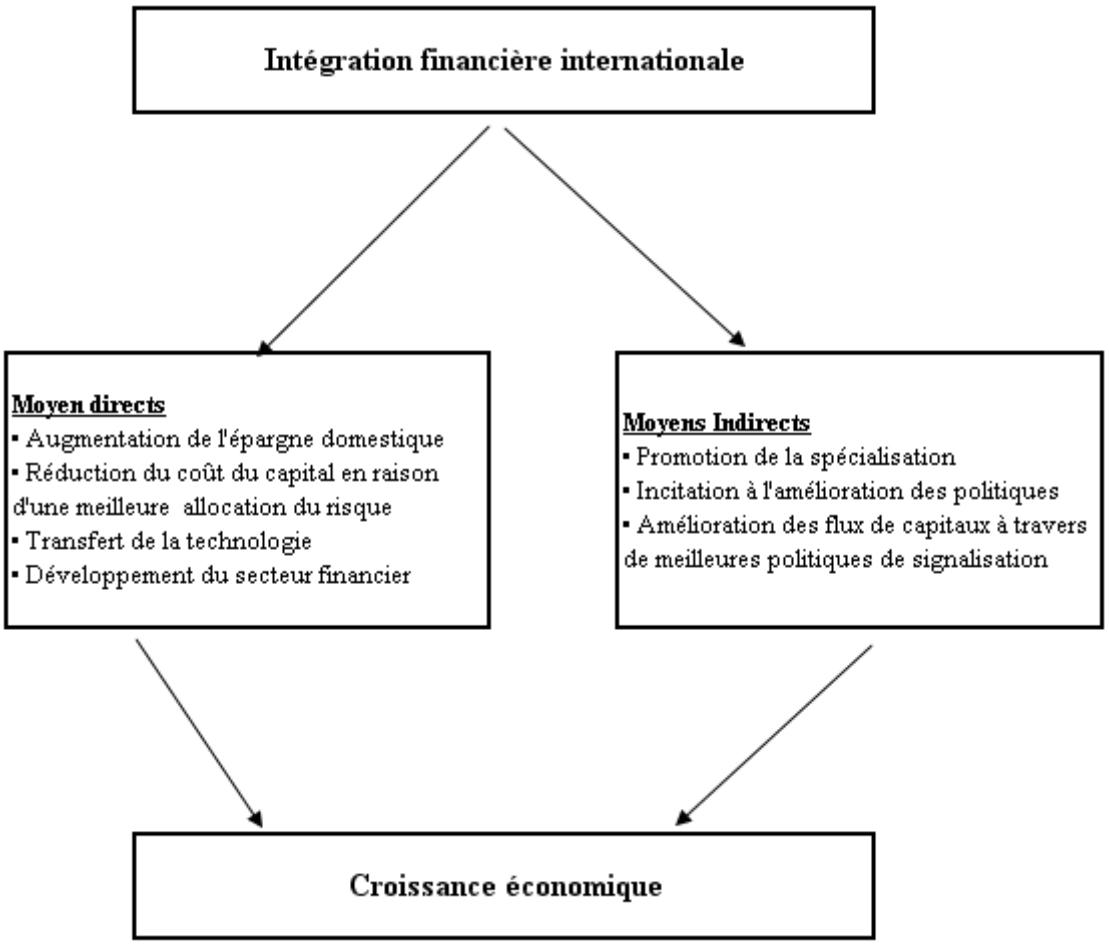
L'augmentation de l'épargne domestique des PED. Les flux de capitaux Nord-Sud bénéficient en principe aux deux groupes. Ils permettent d'accroître l'investissement dans les PED alors qu'ils fournissent un rendement plus élevé sur le capital que celui disponible dans les pays développés. Cela a pour effet de réduire le taux de rendement sans risque dans les PED. Jusque dans les années 80, la plupart des PED se préoccupait peu de promouvoir l'épargne domestique étant donné qu'ils dépendaient principalement sur un financement étrangers - qui consistaient en IDE, subventions de l'Etat, emprunts public et privé, etc. – pour financer leur développement. Cependant, à partir des années 1990, les efforts menés par les gouvernements des PED pour promouvoir l'épargne ont augmenté. Si l'épargne domestique est bien mobilisé dans les PED, ceci permettra une réduction des coûts de transaction, une meilleure répartition des risques ainsi qu'une bonne allocation des ressources vers des emplois plus productifs.

La réduction du coût du capital en raison d'une meilleure allocation du risque. Les modèles d'évaluation des actifs financiers internationaux indiquent que la libéralisation du marché boursier améliore la répartition du risque[90]. Tout d'abord, l'augmentation des possibilités de partage des risques entre les investisseurs étrangers et nationaux pourrait

[90] Henry P., "Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices", Journal of Finance, Volume 55, April 2000, p. 529–564.

contribuer à diversifier les risques. Cette diversification encourage les entreprises à investir davantage soutenant ainsi la croissance. Enfin, avec l'accroissement des flux de capitaux le marché boursier domestique devient de plus en plus liquide ce qui peut réduire la prime de risque des actifs financier et le coût du capital des investissements.

Figure 2 Les moyens par lesquelles l'intégration financière peut promouvoir la croissance économique[91]



Source : Kamar B., *« Politiques de Change et Globalisation»,* ed l'Harmattan, Paris, 2005, p.161.

Transfert de la technologie et du savoir faire. Les économies intégrées financièrement semblent attirer une part disproportionnée des IDE qui ont le potentiel de générer des retombées technologiques et de meilleures pratiques de gestion. Ces retombées peuvent accroître la productivité globale qui à son tour stimule la croissance économique[92].

Développement du secteur financier domestique. Les flux de portefeuille peuvent augmenter la liquidité des marchés boursiers locaux. L'augmentation de la propriété étrangère

[91] Stulz R., *International Portfolio Flows and Security Markets*: *International Capital Flows*, University of Chicago Press, Chicago and London, 2004, p.257.
[92] Ibid, p.532.

des banques domestiques peut aussi produire d'autres avantages[93]. Tout d'abord, la participation des banques étrangères peut faciliter l'accès aux marchés financiers internationaux. Deuxièmement, elle peut contribuer à l'amélioration du cadre réglementaire et de la surveillance interne du secteur bancaire. Troisièmement, les banques étrangères introduisent souvent de nouvelles techniques et de nouveaux instruments financiers. Elles favorisent aussi les améliorations technologiques sur les marchés domestiques. L'entrée des banques étrangères accroit aussi la concurrence qui à son tour peut améliorer la qualité des services financiers domestiques.

- **Moyens indirects**

Promotion de la spécialisation. Selon Imbs et Wacziarg[94], la notion de la spécialisation dans la production peut accroître la productivité. Toutefois, sans aucun mécanisme de gestion des risques, la spécialisation de la production va produire une instabilité et une volatilité de la consommation. Les préoccupations relatives à l'exposition à de telles augmentations de la volatilité peut décourager les pays de s'engager dans des activités de spécialisation. De plus, une volatilité élevée implique généralement de faibles taux d'épargne et d'investissement. En principe, la globalisation financière peut jouer un rôle important en aidant les pays à s'engager dans le partage des risques internationaux et donc à réduire la volatilité de la consommation. Le partage des risques encourage indirectement les pays à la spécialisation qui à son tour va augmenter le taux de croissance.

Incitations à l'amélioration des politiques. Gourinchas et Jeanne[95] indiquent que l'intégration financière internationale pourrait accroître la productivité dans une économie par le biais de son impact sur la capacité du gouvernement à engager des politiques futures crédibles. Plus précisément, la fonction réglementaire de l'intégration financière pourrait changer la dynamique de l'investissement domestique dans une économie dans la mesure où le rôle disciplinaire conduit à une réallocation des capitaux vers des activités plus productives en réponse à des changements dans les politiques macroéconomiques. Les gouvernements nationaux ont tendance à mettre en place des politiques fiscales qui pénalisent les flux de capitaux. A leur tour, ces politiques ont tendance à décourager l'investissement et à réduire la

---

[93] Caprio J. and Honohan P., "*Restoring Banking Stability: Beyond Supervised Capital Requirements*", In Stulz R., "*International Portfolio Flows and Security Markets*: *International Capital Flows*", University of Chicago Press, Chicago and London, 2004, p.270.

[94] Imbs J. and Wacziarg R., "*Stages of Diversification*", In Stulz R., "*International Portfolio Flows and Security Markets*: *International Capital Flows*", University of Chicago Press, Chicago and London, 2004, p.275.

[95] Gourinchas P.O. and Jeanne O., "*On the Benefits of Capital Account Liberalization for Emerging Economies*", In Stulz R., "*International Portfolio Flows and Security Markets*: *International Capital Flows*", University of Chicago Press, Chicago and London, 2004, p.283.

croissance. La libéralisation financière peut contraindre le gouvernement à conduire de telles politiques dans l'avenir parce que les conséquences négatives de ces actions sont beaucoup plus sévères en cours d'intégration financière.

Les politiques de signalisation. La volonté d'un pays d'entreprendre l'intégration financière pourrait être interprétée comme un signal qu'il va pratiquer des politiques favorables à l'investissement étranger dans l'avenir. Bartolini et Drazen (1997)[96] indiquent que la suppression des restrictions sur les sorties de capitaux peut conduire à une augmentation des flux de capitaux. De nombreux pays, dont la Colombie, l'Egypte, l'Italie, la Nouvelle-Zélande, le Mexique, l'Espagne, l'Uruguay et le Royaume-Uni ont bénéficié d'importantes entrées de capitaux après la suppression des restrictions sur les sorties de capitaux.

Il semble qu'il existe une association positive entre la globalisation financière et le niveau de développement économique. Les pays industriels sont en général plus intégrés financièrement dans l'économie mondiale que les PED. Parmi les pays en développement, il est également vrai que les économies les plus intégrées financièrement intégrées (PIF) ont connu une croissance plus rapide que les économies les moins intégrées financièrement (MIF) au cours des trois dernières décennies. Entre 1970 et 1999, le PIB a augmenté de près de trois fois dans les PIF. Cette augmentation est supérieure de près de six fois à l'augmentation correspondante des MIF. Cette croissance s'observe sur chacune des trois décennies pour la consommation et la croissance des investissements. Cependant, cette conclusion pose deux problèmes. Ces observations ne font que refléter une corrélation entre l'intégration financière internationale et la performance économique. En d'autres termes, les pays qui parviennent à réaliser une croissance robuste peuvent également s'engager dans l'intégration financière, même si la globalisation financière ne contribue pas directement à l'accélération de la croissance.

Le tableau 7 présente une liste des PED ayant une croissance rapide entre 1980 et 2000 et une liste des PED ayant une croissance lente au cours de la même période. Certains pays ont fait l'objet de l'intégration financière au cours de cette période, en particulier dans la seconde moitié des années 1990.

D'après le tableau 7 on peut constater que l'intégration financière n'est pas une condition nécessaire pour atteindre un taux de croissance élevé. La Chine et l'Inde ont atteint un taux de croissance élevé malgré leur libéralisation financière un peu limitée et sélective.

[96] Bartolini L. and Drazen A., "Capital-Account Liberalization as a Signal," *American Economic Review*, Volume 87, N°1, March 1997, p. 138–54.

Par exemple, alors que la Chine est devenue beaucoup plus ouverte aux IDE, elle n'a pas particulièrement libéralisé les autres catégories de flux de capitaux. L'Ile Maurice et le Botswana ont réussi à atteindre des taux de croissance très élevés entre 1980 et 2000 mais ces deux pays sont relativement fermés aux flux financiers. Deuxièmement, l'intégration financière n'est pas une condition suffisante pour la réalisation d'un taux de croissance économique rapide[97]. Par exemple, la Jordanie et le Pérou se sont relativement ouverts aux flux de capitaux étrangers mais leur croissance économique était lente. D'autre part, le tableau 7 indique également que les économies ayant les taux de croissance les plus faibles n'ont pas procédé à la libéralisation financière.

Tableau 7 - La croissance des PED entre 1980 et 2000 et leurs situations vis-à-vis de la libéralisation financière

	Pays ayant une croissance rapide 1980-2000	variation en pour-centage du total du PIB	Plus intégré financièrement?	Pays ayant une croissance lente 1980-2000	variation en pour-centage du total du PIB	Plus intégré financièrement?
1	Chine	391,6	oui/non	Haïti	-39,5	Non
2	Corée du Sud	234	Oui	Niger	-37,8	Non
3	Singapour	155,5	Oui	Nicaragua	-30,6	Non
4	Thaïlande	151,1	Oui	Togo	-30	Non
5	L'le Maurice	145,8	Non	cote d'Ivoire	-29	Non
6	Botswana	135,4	Non	Burundi	-20,2	Non
7	Hong Kong	114,5	Oui	Venezuela	-17,3	oui/non
8	Malaisie	108,8	Oui	Afrique du Sud	-13,7	Oui
9	Inde	103,2	oui/non	Jordanie	-10,9	Oui
10	Chili	100,9	Oui	Paraguay	-9,5	Non
11	Indonésie	97,6	Oui	Equateur	-7,9	Non
12	Sri Lanka	90,8	Non	Pérou	-7,8	Oui

Remarque: Ce tableau présente les taux de croissance du PIB réel par habitant en monnaie locale. Le taux de croissance exacte et les rangs des pays peuvent changer si des différentes mesures sont utilisés telles que le PIB par habitant en dollars américains.
Source: World Bank, *Global Development Finance Report*", ed Oxford University Press New York, 2001, p.169.

Les conséquences de l'intégration financière sur la croissance économique dans les PED varient selon les pays[98]. Edison et al.[99] indiquent que la différence du revenu par habitant

[97] Voir Barro R.-J., *Les Facteurs de la Croissance Economique: une Comparaison Empirique des données par pays »,* ed Economica, Paris, 2000.
[98] François Perroux définit la croissance « une augmentation pendant une ou plusieurs périodes longues d'un indicateur de dimension, le produit global net calculé en termes réels ». Elle entraîne, sauf exceptions, le développement, qu'il définit comme « l'ensemble des transformations des structures économiques, sociales, institutionnelles et démographiques qui accompagnent la croissance, la rendent durable et, en général, améliorent les conditions de vie de la population ». Source: http://fr.wikipedia.org/wiki/Fran%C3%A7ois_Perroux

entre les pays découle des différences entre les facteurs de la productivité. Dans ce cas, bien que l'intégration financière puisse attirer des capitaux étrangers supplémentaires, il est peu probable qu'elle puisse accélérer la croissance économique. En fait, si la gouvernance domestique est trop faible, l'intégration financière pourrait provoquer un exode de capitaux domestiques et par conséquent faire baisser le taux de croissance de l'économie. Kaminsky et Reinhart[100] indiquent que les séquences inachevées de la libéralisation financière domestique augmentent les risques de crises bancaires et/ou monétaires domestiques lorsqu'elles sont accompagnées par une libéralisation financière. Ces crises sont souvent accompagnées par un effondrement de la production. En utilisant les données de 79 PED, Wei et Wu[101] indiquent que l'augmentation rapide de la libéralisation du commerce - surtout lorsqu'elle est mesurée par la réduction des barrières tarifaires - est associée à une augmentation rapide de l'espérance de vie et à une réduction rapide de la mortalité infantile, même si l'on prend en compte l'influence du revenu, des institutions ainsi que d'autres facteurs. En revanche, une intégration financière rapide n'est pas associée à une amélioration plus rapide dans les infrastructures sociales.

Il est utile de noter qu'il peut y avoir une relation de complémentarité entre la libéralisation du commerce et la libéralisation financière. Par exemple, si un pays a mis en place des barrières douanières afin de protéger certaines industries inefficaces, les flux de capitaux peuvent finir par être dirigés vers ces industries, aggravant ainsi la mauvaise allocation des ressources.

2.4 - La globalisation financière et la volatilité macroéconomique

L'intégration financière internationale devrait, en principe, aider les pays à réduire la volatilité macroéconomique. Les PED n'ont pas réussit à en bénéficier. Le processus de libéralisation financière dans les PED a souvent été accompagné par une augmentation de leurs vulnérabilités aux crises. La mondialisation a accru ces risques étant donné que les liens financiers peuvent amplifier les conséquences des chocs réels et financiers[102].

---

[99] Edison H., Klein M., Ricci L. and Sløk T., *Capital Account Liberalization and Economic Performance: A Review of the Literature*, in Takatoshi Ito and Krueger Anne, "*Regional and Global Capital Flows: Macroeconomic Causes and consequences*, University of Chicago Press, Chicago 2002, p.370.

[100] Kaminsky G. and Reinhart C.M., *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems*, in Takatoshi Ito and Krueger Anne, "*Regional and Global Capital Flows: Macroeconomic Causes and consequences*, University of Chicago Press, chicago 2002, p.376.

[101] Wu K. and Wei S.J., *Foreign Portfolio Investors Before and During a Crises*," in Takatoshi Ito and Krueger Anne, "Regional and Global Capital Flows: Macroeconomic Causes and consequences", University of Chicago Press, chicago 2001, p.387.

[102] IMF, "*World Economic Outlook*, International Monetary Fund, Washington, September 2002, p.134-157.

Un des avantages potentiels de la mondialisation est qu'elle devrait, selon Razin et Rose[103], fournir de meilleures possibilités de réduire la volatilité via une diversification des risques. Ces avantages sont plus importants pour les PED qui sont intrinsèquement soumis à une volatilité accrue en raison de la structure moins diversifiés de leurs productions par rapport à celle des pays développés. Cependant, les crises financières qu'ont connues certains PIF indiquent que l'intégration financière peut accroitre la volatilité macroéconomique. Il est important de faire une distinction entre la volatilité de la production et celle de la consommation. Les effets directs de l'intégration mondiale sur la volatilité de la production sont ambigus. L'intégration financière fournit aux PED un accès plus facile aux capitaux étrangers afin de diversifier leur production. D'autre part, l'augmentation de l'intégration financière pourrait également conduire à une spécialisation croissante de la production, ce qui rend les économies plus vulnérables aux chocs qui sont spécifiques à certaines industries.

Selon Obstfeld et Rogoff (1998) [104], indépendamment des effets de la volatilité de la production, l'intégration financière devrait, en théorie, permettre de réduire la volatilité de la consommation. La capacité à réduire les fluctuations de la consommation est considérée comme un déterminant important du bien-être économique. L'accès aux marchés financiers internationaux permet aux pays de partager les risques macroéconomiques. Les auteurs pensent qu'étant donné que les fluctuations de la production ne sont pas parfaitement corrélées entre les pays, les échanges des actifs financiers peuvent être utilisés pour dissocier le niveau de consommation domestique des composants spécifiques de ces fluctuations de la production.

Le tableau 8 montre l'évolution de la volatilité pour les différents agrégats macroéconomiques sur les quatre dernières décennies. La volatilité de la production dans les PIF est en moyenne plus faible que celle des MIF. Au cours des années 1990, une baisse significative de la volatilité de la production a eu lieu dans les pays industrialisés et dans les MIF.

Le troisième agrégat du tableau 8 montre que la volatilité de la consommation a diminué dans les pays industrialisés et les MIF dans les années 1990. Par contre dans les PIF la volatilité de la consommation a augmenté dans les années 1990 par rapport aux années 1980. Dans les PIF, la volatilité de la consommation totale par rapport à celle des revenus a

---

[103] Razin A.and Rose A.K., *Business-Cycle Volatility and Openness: An Exploratory Cross-Sectional Analysis*, In Leiderman L. & Razin A., "Capital mobility: the impact on consumption, investment, and growth", ed Cambridge University Press, Cambridge, 1994, p.48–76.

[104] Obstfeld M. and Rogoff A.M., *The Global Capital Market: Benefactor or Menace?*, Princeton University Press, Princeton, 1998.

augmenté dans les années 1990 par rapport aux périodes antérieures. Le dernier agrégat du tableau 8 montre le ratio de la volatilité de la consommation totale par rapport à celle du revenu pour chaque groupe de pays. Pour les PIF, ce ratio passe de 0,76 dans les années 1980 à 0,92 dans les années 1990, alors qu'il reste essentiellement inchangé pour les deux autres groupes de pays. Ainsi, l'augmentation dans les années 1990 de la volatilité de la consommation par rapport à celle des revenus dans les PIF indique que l'intégration financière n'a pas fourni de meilleures possibilités en ce qui concerne la volatilité de la consommation dans ces économies.

Tableau 8 - La volatilité des taux de croissance annuels de certaines variables
(En pourcentage des médianes pour chaque groupe de pays)

	1960-1999	1960	1970	1980	1990
Production (P)					
Pays industrialisés	2.18	1.91	2.46	2.03	1.61
	(0.23)	(0.26)	(0.28)	(0.30)	(0.14)
PIF	3.84	3.31	3.22	4.05	3.59
	(0.20)	(0.42)	(0.37)	(0.44)	(0.62)
MIF	4.67	3.36	4.88	4.53	2.70
	(0.35)	(0.61)	(1.01)	(0.69)	(0.38)
Revenu (R)					
Pays industrialisés	2.73	2.18	2.99	2.54	1.91
	(0.34)	(0.33)	(0.40)	(0.29)	(0.30)
PIF	5.44	3.60	5.43	5.45	4.78
	(0.50)	(0.47)	(0.45)	(0.65)	(0.72)
MIF	7.25	4.42	9.64	7.56	4.59
	(0.84)	(0.53)	(1.24)	(1.23)	(0.54)
Consommation (C)					
Pays industrialisés	2.37	1.47	2.16	1.98	1.72
	(0.30)	(0.27)	(0.25)	(0.28)	(0.20)
PIF	5.18	4.57	4.52	4.09	4.66
	(0.51)	(0.49)	(1.04)	(0.94)	(0.46)
MIF	6.61	5.36	7.07	7.25	5.72
	(0.78)	(0.58)	(0.11)	(0.81)	(0.78)
Consommation totale (C + P)					
Pays industrialisés	1.86	1.38	1.84	1.58	1.38
	(0.23)	(0.28)	(0.18)	(0.19)	(0.20)
PIF	4.34	3.95	4.19	3.43	4.10
	(0.47)	(0.51)	(0.54)	(0.84)	(0.53)

MIF	6.40	4.85	6.50	6.34	4.79
	(0.56)	(0.55)	(0.93)	(0.91)	(0.82)
Ratio consommation totale (C + P) / revenu (R)					
Pays industrialisés	0.67	0.75	0.56	0.61	0.58
	(0.02)	(0.09)	(0.03)	(0.06)	(0.06)
PIF	0.81	0.92	0.56	0.61	0.58
	(0.07)	(0.13)	(0.12)	(0.11)	(0.04)
MIF	0.80	0.92	0.68	0.82	0.84
	(0.08)	(0.06)	(0.10)	(0.51)	(0.14)

Remarque: les écarts standards sont entre parenthèses.
Source : Obstfeld M. and Rogoff A.M., *The Global Capital Market: Benefactor or Menace?*, Princeton University Press, Princeton, 1998, p.112.

Kose et al. (2003)[105] se sont basés sur les mesures de restrictions des flux financiers pour saisir les différents aspects de l'intégration financière et les différences dans le degré d'intégration entre les pays. Leurs analyses confirment l'augmentation de la volatilité de la consommation dans les pays qui ont libéralisé les flux financiers, même après l'ajustement des variables macroéconomiques ainsi que la libéralisation du commerce. Toutefois, ces auteurs ont également identifié un seuil à partir duquel l'intégration financière réduit de façon significative la volatilité. Selon eux, La plupart des économies en développement, y compris les PIF sont malheureusement bien en deçà de ce seuil.

Pourquoi la volatilité de la consommation a-t-elle augmenté précisément dans les PED qui sont les plus ouverts aux flux financiers? Une explication possible est que la croissance rapide de la productivité et de la production au cours de la fin des années 1980 et au début des années 1990 dans ces pays a conduit à une expansion de la consommation qui a été financée par des investisseurs internationaux. Ces expansions de la consommation ont été accentuées par le fait que beaucoup de ces pays ont entrepris la libéralisation financière domestique en même temps que la libéralisation des flux financiers internationaux. Lorsque des chocs négatifs ont frappé ces pays, ils ont perdu l'accès rapide aux marchés internationaux de capitaux. Les pays qui ont un degré d'intégration financière au-dessus de ce seuil sont tous les pays industriels. Le caractère pro cyclique des flux de capitaux semble avoir eu un impact négatif sur la volatilité de la consommation dans les PED. Une des manifestations de ce

[105] Kose M.A., Prasad E.S. and Terrones M.E., *Financial integration and Macroeconomic Volatility*", IMF Working paper, Washington, 2003, p.85.

caractère pro cyclique est le phénomène d'arrêts soudains des flux de capitaux[106]. Plus généralement, l'accès aux marchés internationaux de capitaux comporte un élément pro cyclique, ce qui génère une volatilité de la production plus élevée ainsi qu'une volatilité excessive de la consommation par rapport à celle des revenus. Reinhart (2002)[107] indique que la notation des obligations souveraines est pro cyclique. Étant donné que la circulation des obligations des PED est fortement influencée par ces notations, les coûts d'emprunt sur les marchés internationaux sont ainsi pro cyclique.

2.5 - Les modes d'intensification de la volatilité

Les crises peuvent être considérées comme des épisodes particulièrement dramatiques de la volatilité. La multiplication des crises financières est souvent considérée comme l'un des aspects déterminants de l'intensification de la globalisation financière au cours des deux dernières décennies. En outre, le fait que les crises récentes ont touché principalement les PIF est considéré comme une caractéristique de la distribution inégale des avantages et des inconvénients de la mondialisation. Est-ce que la nature des crises a évolué au fil du temps? Quels sont les facteurs qui augmentent la vulnérabilité des pays aux crises?

Certains aspects des crises financières ont en effet évolué au fil du temps. Calvo (1998)[108] indique que les crises qui se sont déclenchées dans la seconde moitié des années 1980 et 1990 sont des crises monétaires, tandis que les crises les plus anciennes sont les crises des comptes courants. Cela peut indiquer des différences dans la mécanique des crises sans pour autant impliquer des différences dans certaines de leurs causes fondamentales. Kaminsky et Reinhart (1999)[109] ont examiné le phénomène de « twin crises», qui impliquent des crises de la balance des paiements et des crises bancaires. Ils indiquent que les problèmes du secteur bancaire précèdent en général la crise monétaire et que la crise monétaire aggrave davantage la crise bancaire. A titre d'exemple, les prêts accordés par les banques coréennes aux *chaebols*, au début et au milieu des années 1990, ont joué un rôle important dans la crise monétaire coréenne de 1997. La libéralisation des marchés des capitaux peut donc exacerber ces distorsions domestiques existantes et conduire à des conséquences catastrophiques.

---

[106] Calvo J. and Reinhart C.M., "Capital Flow Reversals, the Exchange Rate Debate, and Dollarization", in Leiderman L. and Razin A., "*Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment, and Growth*", Cambridge University Press, Cambridge, 2002, p.59.

[107] Reinhart C.M., "Credit *Ratings, Default and Financial Crises: Evidence from Emerging Markets*", in Leiderman L. and Razin A., 2002, p.60.

[108] Calvo J., "*Varities of Capital-Market Crises*", in Leiderman L. and Razin A. (2002), op. cité, p.65.

[109] Kaminsky G. and Reinhart C.M., "*The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems*", in Takatoshi I. and Krueger A., 2002, p.376.

Les crises qui ont affecté les pays industrialisés et les PED dans les années 1970 et 1980 sont devenues presque exclusivement l'apanage des PED depuis le milieu 1990[110]. Cela semble indiquer deux choses: soit les économies avancées ont été en mesure de mieux se protéger grâce à l'amélioration des politiques, soit les causes fondamentales des crises ont changé au fil du temps augmentant ainsi la vulnérabilité des PED. Dans ce contexte, il convient de noter que tandis que les flux de capitaux provenant des économies industrialisées vers les PIF ont fortement augmenté, les flux entre les pays industrialisés ont augmenté considérablement. Est-il raisonnable de considérer les crises comme une caractéristique naturelle de la mondialisation? Une différence essentielle entre ces phénomènes est que l'ensemble des coûts macroéconomiques de la crise financière sont en général très importants et beaucoup plus persistants. Calvo et Reinhart (2002)[111] indiquent que les crises monétaires des marchés émergents - qui sont généralement accompagnées d'arrêts brusques ou d'une fuite des flux de capitaux – ont été associées aux effets négatifs de la production. Ces récessions qui ont suivi les dévaluations des monnaies nationales sont également présentes dans les marchés émergents. En outre, l'absence de filets de sécurité peut aggraver les coûts sociaux des crises.

Quels sont les facteurs qui ont conduit à l'augmentation de la vulnérabilité des économies en développement aux crises financières? Le risque d'arrêt brusque des flux de capitaux entrants ou de la fuite des capitaux dans les PED a augmenté parce que de nombreux PED comptent beaucoup sur des emprunts étrangers ou sur des investissements de portefeuille étrangers. Ces flux de capitaux sont sensibles non seulement aux conditions intérieures dans les pays bénéficiaires mais aussi aux conditions macroéconomiques dans les pays industrialisés. Les effets de la situation macroéconomique des pays industrialisés, y compris le stade du cycle économique et des taux d'intérêt, ont des effets différents sur les différents types de flux de capitaux vers les marchés émergents. Les crises monétaires peuvent également affecter directement les entreprises, et en exacerbant les problèmes du secteur bancaire, peuvent conduire à un resserrement du crédit même pour les entreprises productives et solvables. Mishkin (1999)[112] fait valoir que la crise du crédit résultant d'une forte contraction du crédit bancaire domestique à la suite des crises financières a joué un rôle

[110] Depuis 2007-2008, on est entré dans un autre cycle: les crises ne sont plus limitées aux PED, elles affectent, voir se déclenchent, dans les pays développés et se propage dans tous les pays du monde.
[111] Calvo J. and Reinhart C.M., "Capital Flow Reversals, the Exchange Rate Debate, and Dollarization", in Calvo J., *Varities of Capital-Market Crises*, in Leiderman L. and Razin A., op. cite, 2002.
[112] Mishkin F.S., *Lessons from the Asian Crisis*, NBER Working Paper N°7102, April 2002.

important dans l'aggravation de ces crises et dans la réduction de l'investissement et de l'activité économique.

L'augmentation des corrélations entre les marchés financiers indique aussi le risque que les marchés émergents soient pris au piège dans les bulles des marchés financiers. L'augmentation des transactions sur les marchés boursiers des pays industrialisés et des pays émergents, en particulier au cours de la bulle boursière de la fin des années 1990, souligne la pertinence de cette préoccupation. Par exemple, les fortes corrélations entre les marchés boursiers des pays industrialisés et des pays émergents reflètent la prépondérance de la technologie et des télécommunications. Il est, bien entendu, difficile de dire avec certitude si ce phénomène se serait produit même en l'absence de la globalisation financière, étant donné que ces pays ont libéralisé leurs marchés boursiers simultanément avec les flux de capitaux.

Le développement des marchés boursiers dans les économies émergentes pourrait atténuer certains de ces risques, mais pourrait accroître en même temps les effets réels des chocs financiers. Dellas et Hess (2002)[113] constatent que l'absence d'un degré supérieur de développement financier rend les marchés boursiers émergents plus sensibles aux influences extérieures - à la fois financière et macroéconomique - et que cet effet reste important même après l'ajustement des contrôles des capitaux et des liens commerciaux. Par conséquent, les conséquences des chocs extérieurs pourraient être transmises au niveau national par le biais de l'activité réelle du marché boursier. L'augmentation des liens financiers a également entraîné des effets de contagion. Les effets de contagion potentiels sont susceptibles de devenir plus importants au fil du temps si les liens financiers augmentent et si les investisseurs cherchent des rendements plus élevés et la diversification de leurs investissements.

La composition des flux de capitaux et la structure de la maturité de la dette extérieure[114] semblent être associées à plus grande vulnérabilité face aux risques de la globalisation financière. L'importance relative des différentes sources de financement de l'investissement domestique – comme le montrent les trois variables suivantes - est associée à l'incidence et à la gravité des crises monétaires et financières:

1. le ratio des emprunts bancaires par rapport aux IDE;
2. la dette extérieure à court terme;
3. la part de la dette extérieure libellée en devises étrangères.

---

[113] Dellas H. and Hess M.K., *Financial Development and the Sensitivity of Stock Markets to External Influences*, Review of International Economics, Volume 10, N°3, August 2002, p. 525–38.

[114] Définition : Structure de la maturité de la dette extérieure: Il s'agit des échéances de remboursement de la dette. Si l'échéance est inférieure à 4 ans, il s'agit de la dette à court terme. Si elle est supérieure à ans, il s'agit de la dette à long terme.

Detragiache et Spilimbergo (2002)[115] indiquent que les crises de la dette sont plus susceptibles de se produire dans les pays où la dette extérieure est à court terme. Toutefois, la structure des échéances peut ne pas être une question de choix puisque, comme le soutiennent les auteurs, les pays ayant les fondamentaux macroéconomiques les plus faibles sont souvent obligés d'emprunter à court terme car ils n'ont pas accès aux prêts à long terme. En plus des politiques macroéconomiques de base, d'autres choix politiques de nature systémique peuvent aussi influer sur la vulnérabilité des PIF. Les récentes crises monétaires ont mis en évidence l'un des principaux risques. Les PED qui tentent de maintenir un régime de change fixe sont souvent confrontés au risque d'attaques spéculatives sur leurs monnaies. Bien que différentes formes de régime de change fixe ou semi fixe puissent avoir certains avantages, l'absence de politiques domestiques pour soutenir ces régimes peut souvent entraîner un démantèlement brusque en cas de chocs.

L'intégration financière peut aussi aggraver les risques associés aux politiques budgétaires inadéquates. L'accès aux marchés financiers mondiaux pourrait conduire à un excès d'emprunt acheminé vers des dépenses publiques improductives. L'existence de quantités importantes de dette à court terme libellée en devises rend les pays vulnérables aux chocs externes ou aux changements de comportement des investisseurs. L'expérience d'un certain nombre de PIF qui ont subi les conséquences d'une telle accumulation de la dette extérieure met l'accent sur l'accroissement des risques d'une politique budgétaire inadéquate lorsque le pays a libéralisé les flux de capitaux. La libéralisation prématurée des flux de capitaux crée également des risques lorsque la réglementation financière et la supervision sont inadéquates. Avec des systèmes bancaires faiblement réglementés et d'autres distorsions sur les marchés nationaux de capitaux, les flux de capitaux étrangers pourraient exacerber les inefficacités existantes dans ces pays. Par exemple, si les institutions financières tentent de canaliser les capitaux étrangers vers les entreprises à risques ou vers les entreprises ayant des fondamentaux faibles, l'intégration financière pourrait simplement conduire à une intensification de ces flux. Par ailleurs, les conséquences des entrées trop précoces de capitaux sur les balances des paiements et sur les bilans des entreprises pourraient avoir des répercussions négatives sur la viabilité des institutions financières en cas de chocs macroéconomiques défavorables.

[115] Detragiache E. and Spilimbergo A., *Crisis and Liquidity: Evidence and Interpretation*, IMF Working Papers 01/2, Washington, 2001.

2.6 - Capacité d'absorption et gouvernance

Bailliu[116] indique que l'amélioration de la gouvernance nationale est associée à une faible volatilité et aux avantages de l'intégration financière. Les effets des IDE sur la croissance dépendent du niveau de capital humain *« Human Capital[117] »* dans un pays en développement. Selon Bailliu, dans les pays dont le capital humain a dépassé un certain seuil, les IDE favorisent la croissance économique. Plus généralement, Bailliu pense à une capacité d'absorption du pays en termes de capital humain, de degré de développement des marchés financiers domestiques, de qualité de la gouvernance et des politiques macroéconomiques. Selon cet auteur, les flux de capitaux étrangers ne semblent pas entrainer des résultats positifs pour la productivité des entreprises nationales dans les pays ayant une capacité d'absorption relativement faible. Cependant, les résultats positifs sont plus susceptibles d'être détectés dans les pays ayant une capacité d'absorption relativement élevée. Les pays doivent améliorer leur capacité d'absorption afin de bien profiter de la globalisation financière. La gouvernance nationale joue un rôle important dans l'amélioration de cette capacité d'absorption. L'importance de la gouvernance a été affirmée à maintes reprises depuis la crise asiatique.

Le terme de gouvernance recouvre un large éventail d'institutions et de normes qui concerne la transparence, le contrôle de la corruption, la réglementation et la surveillance du secteur financier. Smarzynska et Wei (2000)[118] indiquent que la qualité de la gouvernance affecte la capacité du pays à bénéficier des flux de capitaux internationaux. Les différentes catégories de flux de capitaux – tel que les IDE - pourraient contribuer à renforcer la croissance économique des pays bénéficiaires. Il existe une relation entre la qualité de la gouvernance nationale d'un pays et sa capacité à attirer les IDE. Les investissements directs étrangers ont tendance à s'acheminer vers les pays ayant une bonne gouvernance, si l'on tient compte de la taille du pays, du coût du travail, du taux d'imposition, des lois et des incitations spécifiques à l'investissement des entreprises étrangères. En outre, les conséquences quantitatives d'une mauvaise gouvernance sur les IDE sont assez importantes.

---

[116] Bailliu J., *Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries*, in Arteta C., Eichengreen B. and Wyplosz C., *On the Growth Effects of Capital Account Liberalization*, University of California, Berkeley, 2003, p.139.

[117] Le **capital humain** désigne les compétences et les connaissances qui permettent d'effectuer un travail de manière à produire de la valeur économique. Ce sont les compétences et les connaissances acquises par un travailleur grâce à l'éducation et l'expérience. Source: http://en.wikipedia.org/wiki/Human_capital

[118] Smarzynska B.K. and Wei S.J., *Corruption and Composition of Foreign Direct Investment: Firm-Level Evidence*, National Bureau of Economic Research Working Paper N° 7969, New York, October 2000, p.1–24.

La corruption dans les pays bénéficiaires des IDE a été mesurée de différentes façons[119]: une évaluation menée par « Transparency International » - une organisation non gouvernementale dédiée à la lutte contre la corruption- et une enquête sur la corruption dans les entreprises menée par la Banque mondiale ont prouvé l'effet négatif de la corruption sur le volume des IDE. En utilisant les données sur les IDE en Europe centrale et en Europe de l'Est, une autre étude – également mentionnée dans Smarzynska et Wei (2000) - indique que la mauvaise qualité de la gouvernance nationale réduit la quantité et la qualité des IDE entrants dans un pays. De nombreux gouvernements des PED sont maintenant désireux d'attirer les IDE en offrant des allégements fiscaux ou des exemptions fiscales. Selon Smarzynska et Wei, une amélioration de la gouvernance nationale - en particulier la réduction de la corruption - serait plus efficace pour attirer les IDE, sans avoir à prendre des mesures qui pourraient réduire les recettes fiscales. De même, la transparence des activités gouvernementales est une autre dimension de la bonne gouvernance. Cette transparence attire davantage les investissements de portefeuille des fonds d'investissements internationaux. Ceci est vrai même lorsque l'on tient compte de la liquidité du marché, du régime de change ainsi que d'autres risques économiques.

Les flux internationaux de capitaux peuvent être très volatiles. Toutefois, si plusieurs pays ont expérimenté des degrés différents de volatilité, ceci peut être systématiquement lié à la qualité des politiques macroéconomiques et de la gouvernance nationale. En d'autres termes, en ce qui concerne l'arrêt brusque des flux de capitaux entrants ou les fuites de capitaux, les PED ne sont pas seulement des bénéficiaires passifs sans influence sur la nature des flux de capitaux. Par exemple, un taux de change surévalué et une expansion des prêts précèdent souvent une crise monétaire.

Arteta et al. (2003)[120] indiquent que la faiblesse de la réglementation et de la surveillance financière nationale est susceptible d'être associée aux crises bancaires et monétaires. Sans la mise en place d'une institution de surveillance financière, une libéralisation financière prématurée pourrait augmenter le risque d'une crise financière étant donné que les institutions financières nationales existantes peuvent créer un risque excessif. Les institutions financières nationales peuvent emprunter excessivement sur les marchés de capitaux internationaux et octroyer des prêts aux activités économiques risquées, en particulier lorsqu'il y a une garantie gouvernementale explicite ou implicite. Ces facteurs

[119] Ibid, p.7.
[120] Arteta C., Eichengreen B. and Wyplosz C., *On the Growth Effects of Capital Account Liberalization*, University of California, Berkeley, 2003.

pourraient donner lieu à différents types de faiblesses dans la balance de paiement ou dans les bilans des entreprises. En outre, en raison de liens intersectoriels, les faiblesses de la balance de paiement ou des bilans des entreprises pourraient avoir une incidence sur la santé des institutions financières. La transparence de la politique économique du gouvernement est une autre dimension de la gouvernance nationale. Arteta et al. (2003) indiquent que le degré de transparence pourrait avoir une incidence sur le degré de volatilité des flux de capitaux dans un pays. Par exemple, le comportement des investisseurs internationaux - qui sont accusés d'avoir contribué à l'instabilité dans les marchés financiers des PED - peut avoir des conséquences plus graves dans les pays ayant un faible degré de transparence.

Carlson et Hernandez (2002)[121] soulignent que la structure des flux de capitaux entrants d'un pays permet d'analyser la probabilité d'une crise. Plus précisément, un pays qui compte plus sur les crédits bancaires et moins sur les IDE peut être plus vulnérable aux arrêts brusques des flux internationaux de capitaux et peut basculer plus rapidement dans une crise monétaire. Les politiques macroéconomiques sont un déterminant important de la composition des flux de capitaux. Carlson et Hernandez indiquent que la gouvernance nationale - mesurée par le degré de corruption – influe sur la composition des flux de capitaux. En particulier, les pays ayant une faible gouvernance - reflétée par une augmentation du niveau perçu de corruption - sont plus susceptibles d'avoir une structure de capitaux avec un pourcentage élevé de crédits bancaires et peu d'IDE. La gouvernance n'est pas le seul élément de la capacité d'absorption domestique mais elle est très importante. Son importance a été soulignée par le Conseil d'administration du FMI[122] depuis la crise financière asiatique. Bien entendu, l'importance de la gouvernance va au-delà de son rôle dans la globalisation financière. La qualité de la gouvernance a également des répercussions sur la croissance économique et sur d'autres objectifs sociaux.

[121] Carlson M.A. and Hernandez L., *Determinants and Repercussions of the Composition of Capital Inflows*, IMF Working Paper 02/86, Washington, 2002.
[122] Van Houtven L., *La Gouvernance du FMI: Processus de décision, surveillance, transparence et responsabilité institutionnelles*, ed FMI, Washington 2002, p.56.

Chapitre 2 : La globalisation financière et l'instabilité financière des pays émergents

1 - Concepts et interprétation

La globalisation financière et l'intégration financière sont en principe deux concepts différents[123]. La globalisation financière constitue une dimension du processus complexe de la mondialisation. La globalisation financière est un concept qui fait référence à l'augmentation globale des liens entres les pays à travers les flux financiers. Sans aucun doute, ce processus a modifié le paysage économique mondial au cours des dernières décennies. Les principaux changements apportés par la globalisation financière sont: l'accélération des transactions financières transfrontalières et des flux financiers; un partage du risque international par le biais d'un large éventail d'instruments financiers; une vision plus large du marché international, des acteurs du marché et des institutions. Les moteurs de la mondialisation et de la globalisation financière, en particulier, sont les progrès technologiques dans l'élaboration et la transmission de l'information; l'accélération de l'innovation financière, la faiblesse des coûts de transport et la baisse du coût de la communication au niveau mondial. Ces changements se sont matérialisés en parallèle avec une vague de la libéralisation financière à l'intérieur et à travers les frontières nationales. La combinaison et l'interaction de ces facteurs technologiques avec la libéralisation financière et la déréglementation est la principale force motrice de la globalisation financière dans l'économie contemporaine. Sous l'impact de la globalisation financière, un passage progressif, du système de Bretton-Woods[124] une économie de marché, s'est opéré. Les taux de change, les conditions de liquidité et les

[123] Briys E., « *La Mondialisation financière: enfer ou paradis?»*, ed Economica, Paris, 1999.

[124] Le système de Bretton-Woods reposait sur le rôle central accordé au dollar américain comme monnaie internationale, rôle central qui était lié à sa convertibilité-or fixée part une parité de 35$ pour une once d'or. La remise en cause du système de Bretton Woods vient de la perte de confiance des agents économiques dans la valeur du dollar. Cette perte de confiance se traduit par des demandes de plus en plus importante de conversion des stock de dollar détenus par les Banques Centrales en leur équivalent en or, ce qui entraîne une diminution continue du stock d'or aux États-Unis. En définitive, la détérioration du système de Bretton Woods provient de l'accumulation de dollars par les agents économiques au cours des années 60, qui s'est conjuguée à une diminution progressive des réserves d'or aux Etats-Unis. Le 15 août 1971, face à l'accélération de la diminution du stock d'or de la Réserve Fédérale américaine, le Président Nixon prend la décision de dénoncer la convertibilité-or du dollar, ce qui marque de facto la fin du système de Bretton Woods. Dés fin 1971, le dollar est dévalué une première fois, et il le sera de nouveau en 1973. Les Banques Centrales des principaux pays européens décident alors de ne plus soutenir le cours du dollar et le système monétaire international bascule alors dans un régime de changes flottants. Les accords de la Jamaïque conclus en 1976 définissent les modalités de fonctionnement de ce régime des changes flottants en supprimant les parités-or des monnaies mais en confirmant le rôle du FMI comme organisme de financement des déficits de la balance des paiements. Source: http://geronim.free.fr/ecogene/bts2/d1partie62.htm

ajustements face aux chocs sont de plus en plus déterminés par les forces du marché décentralisé.

L'intégration financière se réfère aux liens individuels qu'entretient un pays avec les marchés internationaux de capitaux. Il est évident que ces concepts sont étroitement liés. L'accroissement de la globalisation financière est nécessairement associé à l'accroissement de l'intégration financière. L'intégration financière est associée aux politiques de libéralisation des flux de capitaux. Par exemple, les mesures de restrictions gouvernementales sur les flux de capitaux dans de nombreux pays d'Amérique latine sont considérées comme une barrière aux flux financiers. Cependant, le volume de capitaux qui a effectivement afflué dans ces pays a été important par rapport à la moyenne du volume de tous les PED. Par conséquent, ces pays sont très ouverts à l'échelle mondiale des flux financiers.

Une caractéristique importante des flux de capitaux internationaux est que les composantes de ces flux diffèrent sensiblement en termes de volatilité. En particulier, les emprunts bancaires et les investissements de portefeuille sont nettement plus volatils que les investissements directs étrangers. Il semble que la composition des flux de capitaux peut avoir une influence significative sur la vulnérabilité d'un pays donné face aux crises financières.

1.1 - Les coûts et les risques de la globalisation financière sur la stabilité financière

Dans les conditions de régression financière de l'après-guerre, les contrôles appliqués ont réussit à contenir l'instabilité financière. En revanche, la mondialisation et la libéralisation ont été accompagnées par des épisodes fréquentes de déséquilibres et d'instabilité financière dans les marchés développés et émergents. A titre d'exemple: les crises bancaires dans les pays nordiques et au Japon à la fin des années 1980, la crise mexicaine de 1994, la crise asiatique - avec de graves problèmes bancaires - en 1997 et 1998, et la crise Russe de 1998. Les crises mexicaine et asiatique, en particulier, sont de nature systémique, nous rappelant que les marchés financiers ont la capacité de transmettre les chocs, à travers les frontières et au sein des marchés. La liste des chocs financiers au cours des dernières décennies inclut également le krach boursier global de 1987, l'éclatement des bulles immobilières à la fin des années 1980, et les booms de crédit et des prix des actifs financiers. L'expérience a montré que dans un certain nombre de cas, ces derniers ont été accompagnés par une crise du système financier. Dans de nombreuses économies émergentes, l'expansion du crédit domestique, des prix des actifs financiers et des investissements a été renforcée par les afflux de capitaux. Les

revirements brusques de ces flux de capitaux ont aggravé la phase de récession. En outre, les économies émergentes - à la différence des économies développées - n'ont pas été capables d'emprunter dans leur propre monnaie. Les coûts qui en résultent pour l'économie réelle ont été plus graves lorsque, en raison des problèmes de déséquilibres monétaires, des crises bancaires et monétaires se sont déclenchées.

Le système financier mondial a connu un nombre croissant de problèmes au cours des dernières décennies. L'explication de leurs racines et de la pertinence des explications peut, toutefois, différer. Certains auteurs[125] ont tendance à considérer ces difficultés comme des problèmes transitoires. Ils soutiennent qu'apprendre à vivre avec un secteur financier libéralisé et une technologie financière moderne, nécessite du temps. Une autre approche[126] souligne le caractère structurel de l'évolution dans la structure financière et les comportements financiers. Selon Litan et Herring (1995)[127], la libéralisation du système financier mondial a fortement augmenté la pression concurrentielle dans le secteur des services financiers, ainsi que les incitations à s'engager dans des comportements à risque. Les interactions entre le changement de la structure financière et le comportement causent des déséquilibres financiers.

L'accumulation de déséquilibres financiers doit être distinguée de l'instabilité financière pure[128]. Ces phénomènes se distinguent par leurs horizons ainsi que dans les compromis impliqués. L'instabilité financière, implique qu'en raison de certains chocs, les marchés financiers n'exercent pas correctement leurs fonctions standard, c'est-à-dire une médiation efficace entre les créanciers et les débiteurs, une répartition des risques et une allocation efficace des ressources à des activités particulières et dans le temps. Une telle situation, avec ses graves implications sur les systèmes de paiement peut être très perturbante pour l'activité économique. Les déséquilibres financiers, d'autre part, représentent des tendances dans les balances des paiements et/ou la fixation des prix des actifs financiers qui sont considérés comme indésirables, parce qu'elles exposent l'économie aux risques d'une régression. Les déséquilibres financiers peuvent se transformer en instabilité financière et inversement. Lorsque les déséquilibres financiers durent trop longtemps, ils peuvent causer l'instabilité financière, en particulier si les bilans des institutions financières sont exposés à de tels risques.

---

[125] Obstfeld M. and Rogoff A.M., *The Global Capital Market: Benefactor or Menace?*, ed Princeton University Press, Princeton, 1998, p.65.
[126] Litan R.E and Herring R.J., « *Financial Regulation in the Global Economy*, ed The Brookings Institution, Washington, 1995, p.12.
[127] Ibid, p.12.
[128] Obstfeld M. and Rogoff A.M., 1998, op cite, p.67.

1.2 - Les réponses politiques: Comment préserver la stabilité financière?

La globalisation financière a apporté des gains évidents en termes d'efficacité économique et financière. Les coûts et les risques, en particulier les risques pour la stabilité financière, constituaient le revers de la médaille. Plusieurs approches pour préserver la stabilité financière et réduire sa vulnérabilité dans les conditions de la globalisation financière ont été développées telles que[129]:

- L'abandon du régime de change fixe de Bretton Woods et l'adoption d'un régime de change flexible;
- La mise en œuvre d'un système étendu de réglementation prudentielle et de supervision. La réglementation prudentielle constitue pour les banques un véritable levier de maîtrise des risques. En imposant la transparence aux banques, la réglementation prudentielle permet à ces dernières de répondre aux attentes du marché (actionnaires, investisseurs, analystes, gestionnaires) en matière de qualité de l'information financière. Elle joue ainsi un rôle fondamental dans le système d'allocation des ressources en incitant les banques à renforcer l'exactitude et la disponibilité de l'information financière;
- La libéralisation financière puis le renforcement des institutions, une question particulièrement importante pour les économies émergentes.

Chacune de ces approches a ses mérites, mais aussi ses limites. Leur contribution à la préservation de la stabilité financière s'est avérée n'être que partielle dans la réalité et, par conséquent, la recherche de nouvelles solutions doit nécessairement se poursuivre. À cet égard, deux axes de réflexion semblent pertinents:

- Les projets d'intégration régionale et la réalisation de cette intégration, par exemple l'Union Economique et Monétaire (UEM), sont-ils capable de préserver la stabilité financière dans l'ère de la globalisation financière?
- La politique monétaire doit-elle aborder la question de la stabilité financière?

La libéralisation financière a souligné l'importance de la question de la coexistence d'une politique monétaire autonome, d'un taux de change fixe et d'une libéralisation financière. Comme la politique monétaire a continué de se concentrer sur les objectifs principalement orientée vers l'emploi dans les années 1950 et 1960, elle s'est portée sur la

[129] Litan R.E. et al., "*Financial Sector Governance: The Roles of Private and Public Sectors*", ed Brookings Institution Press, Washington, 2002, p.98.

stabilité des prix depuis les années 1970. Une solution a été recherchée pour faciliter l'abandon du régime de change fixe et le passage à un régime flexible. Par conséquent, la combinaison d'un régime de change fixe et la libéralisation financière constitue rarement une solution à long terme dans l'économie contemporaine. Les régimes de change flexibles dominent, en particulier dans les pays développés et les zones monétaires. Certes, un certain nombre de programmes de stabilisation et de désinflation ont ancré la politique monétaire dans un régime de change fixe, mais ce n'était que temporaire. L'expérience a montré que l'adoption de ce régime fixe pendant une longue période est susceptible de provoquer une crise monétaire. Les turbulences monétaires observées dans la République Tchèque en 1997 en constituent un exemple type[130].

Bien que les pays développés aient aussi connu des épisodes d'expansion puis de récession du crédit et des prix des actifs financiers, l'expérience a montré que la probabilité d'une véritable crise financière est plus élevée dans les économies émergentes, à cause de leurs faiblesses institutionnelles et structurelles. Contrairement aux pays développés, ils ne peuvent pas emprunter dans leur propre monnaie. Par leur nature ces économies sont vulnérables, en particulier aux fluctuations des devises étrangères et aux crises de change qui sont rares dans les pays avancés. Il est difficile d'imaginer qu'une économie émergente ait pu faire face à une dépréciation du dollar américain, au cours des dernières années, sans connaître une grave crise économique et financière. L'approche qui privilégie l'importance de la séquence de la libéralisation et du renforcement des institutions a gagné du terrain. Pour diminuer le risque de vulnérabilité, elle préconise les dispositions suivantes[131]:

- au lieu d'abandonner la libéralisation, ces économies devrait adopter une libéralisation financière progressive, et libéraliser la circulation des capitaux à long terme avant de le faire pour le court-terme;
- avant de procéder à la libéralisation, des politiques macroéconomiques adéquates et un cadre réglementaire de supervision et de contrôle efficaces doivent être mis en place.

Dans l'économie mondialisée, l'instabilité financière ne peut pas être combattue avec des prêts d'urgence seulement, comme c'était le cas avec le régime de l'étalon-or. D'où la nécessité d'une surveillance prudentielle. Au fil du temps, l'élaboration et la mise en œuvre de cette surveillance est devenu l'élément clé de la poursuite de la stabilité financière. La libéralisation des systèmes financiers semblent être intrinsèquement pro cyclique, comme le

[130] Litan R.E. et al., 2002, op cité, p.100.
[131] Ibid, p.98-99.

montre Borio et al.[132]. Les perceptions de la valeur et des risques varient avec l'économie, tout comme la volonté de prendre des risques. L'expansion du crédit, des prix des actifs financiers, l'évaluation du risque par les banques et les provisions qui servent à couvrir les pertes engendrés par les prêts sont pro cyclique. À cet égard, la réglementation appliquée s'est également avérée être de nature pro cyclique, aggravant le développement cyclique du risque dans chaque économie. Pour y remédier, une réponse symétrique à l'expansion et à la contraction des phases du cycle économique a été demandée lors de l'élaboration des instruments de la réglementation prudentielle[133]. Néanmoins, la réglementation ne peut guère changer la nature pro cyclique de l'industrie financière. En outre selon Borio et al. (2001)[134], l'expérience a montré que les crises financières ne sont pas dues principalement aux troubles dans des institutions ou à la propagation de ces problèmes d'une institution à l'autre. D'où l'importance d'un cadre réglementaire prudentiel au niveau macro économique mettant davantage l'accent sur la santé du système financier dans son ensemble, plutôt que sur l'état des institutions individuelles, comme ce fut le cas dans le passé.

1.3 - L'intégration régionale à l'ère de la globalisation financière

Les projets d'intégration régionale semblent être de plus en plus attractifs, et pas seulement sur le continent européen[135]. Néanmoins, la zone euro constitue le cas le plus avancé et son expérience peut apporter un éclairage sur les tendances de la globalisation financière, dans les conditions d'une union monétaire. Lancée au début de la troisième phase de l'UEM en 1999, la zone euro représente une façon spécifique de traiter la question du passage d'un régime de change fixe à un régime flexible. Une monnaie commune a été introduite par une fixation irrévocable des taux de change des pays membres. Le régime de la nouvelle unité monétaire - l'euro - est toutefois entièrement flexible. L'autonomie de la politique monétaire des différents États membres a été subordonnée à la Banque Centrale Européenne (BCE), qui met en œuvre une politique monétaire commune. Dans le cadre actuel, la politique monétaire commune n'a pas de contrepartie, les politiques macroéconomiques sont mises en œuvre sur une base nationale, en partie seulement si l'on tient compte des critères de Maastricht que les états membres doivent respecter. Il convient

[132] Borio C., Furfine C. and Lowe P., "Procyclicality of the financial system and financial stability: Issues and policy options", BIS Papers N°1, 2001, p.25-35.
[133] Borio C. et al., 2001, op cite, p.25-35.
[134] Ibid, p.25-35.
[135] Nous évoquons page 309, les efforts menés par les pays asiatiques en vue d'un projet d'integration réginale. La réussite de l'Union européenne en matière d'intégration régionale a inspiré les travaux des gouvernements asiatiques dans ce sens.

cependant qu'elle soit soutenue par la coordination des politiques dans d'autres domaines, en particulier dans le domaine fiscal, un domaine difficile à coordonner. En vertu de cet arrangement, la libéralisation financière de l'ensemble de l'union monétaire et de ses pays membres a été soutenue. Le facteur déterminant de la réussite durable d'une zone monétaire est un haut degré de flexibilité. L'UEM a été fondée sur le respect d'un ensemble de critères de stabilité, mais l'absence du degré souhaitable de flexibilité a maintes fois été constatée, en particulier dans le marché du travail. Les pays qui souhaitent rejoindre la zone euro devraient atteindre les objectifs de la stabilité macroéconomique (les critères de Maastricht), mais ne sont pas expressément tenus d'améliorer leur flexibilité.

L'UEM a été construite sur un degré élevé d'intégration financière au sein de l'Union Européenne (UE), atteint dans les précédentes étapes[136]. En retour, il était prévu que l'UEM renforce l'intégration des marchés financiers européens et favorise l'évolution de la globalisation financière. Bien que la surveillance prudentielle, la réglementation, les systèmes de surveillance et de gestion des crises aient été essentiellement conçus pour gérer le risque systémique au niveau national et gérer partiellement le risque systémique transfrontalier, le marché unique et le suivi de la législation ont favorisé la déréglementation du secteur bancaire et d'autres services financiers en supprimant les barrières entre les banques, les assurances et les marchés boursiers. De plus, en éliminant ou en réduisant au minimum les obstacles aux transactions transfrontalières, l'introduction de l'euro a stimulé les marchés financiers.

Toutefois, ces progrès ont été inégaux dans l'ensemble des marchés financiers. Le marché monétaire (à l'exception des obligations à court terme) a été intégré dès le début de l'union monétaire; l'intégration du gouvernement et des marchés des obligations ont progressé considérablement, tandis que dans la zone euro, les marchés des actifs financiers sont encore très fragmentés. Dans le secteur bancaire, il existe une différence considérable entre les activités interbancaires et les services des banques de détails. Si les prêts interbancaires transfrontaliers ont connu une croissance substantielle, l'intégration des banques de détail a été plutôt limitée. Les opérations de détail ont toujours été soumises à un degré relativement élevé de la réglementation et à une intervention gouvernementale. Ceci peut expliquer pourquoi la segmentation est resté plus visible et plus prononcée dans ce domaine particulier et pourquoi l'intégration et la consolidation des banques transfrontalières n'a pas réussi à se concrétiser, au moins jusqu'à récemment.

[136] Duval R. and Elmeskov J., "*The effects of EMU on structural reforms in Labour and Product markets*", OECD Economics Department Working Papers N°438, ed OECD, Paris, 2005.

Les banques européennes se sont développées considérablement depuis le lancement de l'euro, bien que ce développement ne se soit pas effectué de la manière prévue, jusqu'à une période récente[137]. En dépit de la législation du marché unique, de l'agrément unique et de la déréglementation, la consolidation s'est matérialisée dans la plupart des frontières nationales. Les transactions de fusions bancaires sont devenues plus attrayantes. En dépit des progrès inégaux, avec du recul, nous pouvons conclure que l'introduction de l'euro représente une nouvelle étape dans l'intégration des marchés financiers et dans la transmission de la globalisation financière. À la différence des anciens Etats membres de l'UE (UE-15), dans les nouveaux pays membres (UE-10) la part des institutions étrangères dans les opérations des marchés financiers locaux et dans le secteur banque est élevée. Dans la République Tchèque, par exemple, plus de 95% des actifs du secteur bancaire sont détenus par des étrangers. L'explication réside dans la coïncidence des intérêts des investisseurs étrangers et locaux. Les possibilités de croissance, les marges plus élevées et les objectifs stratégiques semblent être les incitations majeures des investisseurs étrangers à pénétrer ces marchés. D'autre part, l'entrée des banques étrangères a été prévue afin de stabiliser le secteur bancaire national et de résoudre le problème pressant de la part des prêts non performants. En outre, les opérations des banques étrangères devraient apporter des avantages substantiels aux pays en transition: un renforcement de l'environnement concurrentiel, le transfert du savoir-faire, l'amélioration des services et l'augmentation de l'efficacité des marchés financiers nationaux et des institutions bancaires.

En règle générale, les opérations des banques étrangères dans les PED ont seulement une importance marginale en termes de volume des activités des banques, mais un poids considérable pour le pays hôte. Cette asymétrie peut représenter une source de préoccupation pour les autorités des deux parties concernées- les banques étrangères, les autorités de surveillance, les banques centrales et éventuellement les gouvernements. Leurs intérêts, procédures et leur préparation pour faire face aux problèmes engendrés par les opérations d'une banque étrangère dans le pays hôte, ou peut-être même à une crise, peut être tout à fait différente. Par conséquent, les questions de normes communes, de la coordination transfrontalière et du partage des coûts et des risques devraient être traitée.

[137] Ibid, p.12.

1.4 - La politique monétaire doit-elle aborder la question de la stabilité financière?

En principe, la stabilité monétaire et la stabilité financière, se renforcent mutuellement. Les données montrent que les Banques Centrales et leurs politiques monétaires ont réussi à maintenir l'inflation sous contrôle au cours des dernières décennies. Les taux d'inflations ont été relativement fort mais ont été relativement diminué dans la plupart des économies nationales, y compris dans les économies en transition et les marchés émergents. Toutefois, la fréquence des déséquilibres financiers, les bulles du prix de l'immobilier et des actifs financiers comme les crises bancaires et monétaires ont prouvé qu'une inflation faible ne garantit pas la stabilité financière. En fait, plusieurs crises financières et des bulles des prix des actifs financiers se sont développées dans un environnement où l'inflation est faible et stable.

Le débat sur le rôle que les déséquilibres financiers et les prix des actifs financiers devraient jouer dans la politique monétaire peut être structuré en deux approches[138]. Selon la première, les Banques Centrales doivent prendre en compte les informations relatives aux mouvements des prix des actifs financiers et aux déséquilibres financiers, dans la mesure où elles ont une incidence sur l'inflation et les objectifs de la politique monétaire. La deuxième approche suggère que les banques centrales doivent réagir face aux déséquilibres, même lorsque les perspectives de l'inflation et de croissance ne semblent pas être affectées et restent favorable. L'argument est que les déséquilibres auront des effets négatifs si rien n'est fait. Ces effets seront avérés quand les déséquilibres se seront développés dans le temps et que la situation ne sera plus conforme aux principes fondamentaux. Le dénouement de ces déséquilibres peut être assez coûteux pour l'économie réelle. Selon cette seconde approche, la politique monétaire devrait être utilisée non seulement pour atténuer les conséquences des déséquilibres financiers, mais aussi pour agir préventivement et diminuer la probabilité *ex ante* de l'impact négatif de ces déséquilibres. Il est présumé que non seulement les cycles d'expansion et de récession sont liés aux déséquilibres financiers, mais aussi que leur ampleur et leur propagation peuvent être influencées par la politique. En général, il semble tout à fait viable de tenir compte de facteurs qui ne sont pas directement incorporés dans le cadre de la politique appliquée et de son modèle sous-jacent, y compris les déséquilibres financiers, l'inflation et les ajustements.

[138] Ishii S. and al., *Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability*, IMF Working Paper N° 211, Washington, 2002.

2 - Modèles théoriques des crises monétaires[139]

Comme on l'a déjà vu, le processus de la libéralisation et de l'intégration des marchés financiers mondiaux qui a débuté dans les années 1980 s'est accéléré après 1990. En 1996, les entrées de capitaux dans les PED ont atteint un niveau record de 190 milliards de dollars américains, plus de dix fois le débit annuel moyen entre 1984 et 1989 (tableau 9). Cet accroissement de la globalisation financière et des flux de capitaux n'a pas été très bénéfique. Les années 1990 ont également vu plusieurs épisodes de graves turbulences financières. En effet, depuis 1992, les crises monétaires semblent avoir été la norme plutôt que l'exception.

Tableau 9 - Les flux net de capitaux dans les pays en voie de développement, 1984□1997

(*En milliards de dollar américain*)

	1984-89[a]	**1990-96**[a]	**1994**	**1995**	**1996**	**1997**
Flux de capitaux privés	17,8	129,4	133,8	148,2	190,4	139
Investissement direct étranger	12,2	57,9	76,5	86,5	108,5	126,5
Investissement de portefeuille	4,9	51,1	85,7	22,2	52,7	55,5
Autres investissements[b]	0,6	20,4	-28,4	39,5	29,3	-43
Flux officiels	27,2	16,8	10,3	32,1	3,2	-3,3
Changement des réserves en devises[c]	5,1	-54,8	-42,3	-67,1	-95,2	-57,8

a moyenne annuelle
b y inclus les flux officiels
c le signe moins indique une augmentation.
Source: International Monetary Fund, "World *Economic Outlook 1997: Main Report*", edition IMF, Washington DC, October 1997.
International Monetary Fund, "*World Economic Outlook 1997: Interim Assessment*", edition IMF, Washington DC, December 1997.
International Monetary Fund, "*World Economic Outlook 1998*", edition IMF, Washington DC, May 1998.

[139] Frankel J. and Rose A., "*Currency Crisis in Emerging Markets: Empirical Indicators,*□ Journal of International Economics N°41, November 1996.

Parmi ces crises, l'effondrement du Mécanisme du Régime de Change Européen (MRCE) en 1992-93. Lorsque la lire italienne et la livre sterling ont été retirées du Régime de Change Européen (RCE), trois autres monnaies ont été dévaluées, et le plafond de fluctuations des monnaies a été considérablement élargi. La crise mexicaine de 1994-95 a vu une forte dévaluation du peso, une quasi-faillite du Mexique, et s'est propagé en Argentine et au Brésil. La crise asiatique de la 1997-98 a commencé avec des spéculations sur le baht thaïlandais, qui se sont propagées rapidement à un certain nombre d'autres monnaies régionales, notamment la roupie indonésienne, le ringgit malais, le peso philippin, et le won coréen.

En 1998 et 1999, les monnaies de plusieurs autres marchés émergents ont aussi été dévaluées, ce qui a rendu l'assistance du FMI inévitable. Le rouble russe et le real brésilien se sont dévalués en août 1998 et en Janvier 1999 respectivement. D'autres pays émergents, tels que l'Équateur et la Turquie ont également connu des crises monétaires dans les années 1990. Ces vagues de crises monétaires ont inspiré un grand intérêt scientifique pour la modélisation des crises monétaires et leurs implications pour la politique économique. La crise asiatique de 1997-98 qui a suivi la MRCE et la crise mexicaine, a motivé les travaux sur la théorie des crises monétaires. Cette littérature se divise en trois grandes catégories. Tout d'abord les études empiriques, qui tentent de mettre au point un ensemble d'indicateurs - avertissements ou signaux de détresse- afin de prédire les crises bancaires et monétaires[140]. Deuxièmement, les études théoriques qui tentent de capturer les aspects importants des crises récentes, telles que les garanties du gouvernement et le rôle du secteur financier dans les économies émergentes. Troisièmement, les études descriptives de la crise asiatique en général[141] ou des études individuelles sur les pays asiatiques touchés par la crise.

Il est important de clarifier et de classer d'emblée les différents modèles de la crise monétaire. Trois grands groupes ou générations de modèles sur la crise monétaire peuvent être délimités. La théorie des crises monétaires distingue entre plusieurs types de crise en fonction de leurs causes. On distingue trois générations de modèles expliquant les causes des

---

[140] Voir:

- Frankel Jeffrey and Andrew Rose, "*Currency Crisis in Emerging Markets: Empirical Indicators,* Journal of International Economics N°41, November 1996, p 351–368.
- Kaminsky Graciela, Lizondo Saul and Reinhart Carmen, "*Leading Indicators of Currency Crises,* International Monetary Fund Staff Papers N°45, March 1998, p.1-48.

[141] Voir:

- Rajan Ramkishen, "*Economic Collapse in Southeast Asia, Policy Study*, edition Lowe Institute of Political Economy, California, March 1999.
- Berg Andrew, *The Asia Crisis: Causes, Policy Responses, and Outcomes,*, IMF Working Paper N°99/138, edition IMF, WashingtonD.C., October 1999.
- Corsetti Giancarlo, Pesenti Paolo and Roubini Nouriel, *What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part I: Macroeconomic Overview,* Japan and the World Economy, N°11, October 1999, pp. 305–373.

crises monétaires. La première génération (modèle de l'attaque spéculative) a été créé dans une tentative d'expliquer les crises monétaire au Mexique (1973-1982) et en Argentine (1978-1981). Ces modèles indiquent que la politique macroéconomique inadéquate a été la cause principale de ces crises monétaires. La deuxième génération de modèles a été créée de manière à inclure les caractéristiques des attaques spéculatives en Europe et au Mexique dans les années 1990, elle met l'accent sur le caractère auto-accomplissant d'une crise monétaire et l'apparition de multiples équilibres. La troisième génération de modèles met l'accent sur les conséquences de l'aléa moral sur le système bancaire et l'effet de la contagion comme étant les éléments déterminants d'une crise monétaire. Cette génération utilise ces mêmes facteurs pour expliquer les crises monétaires en Asie du Sud Est de 1997 et 1998. Il existe également de nombreux modèles qui fournissent d'autres explications sur les causes des crises monétaires.

2.1 - Première génération de modèle sur les crises monétaires: modèles de l□« attaque spéculative »

Krugman (1997)[142] définit la crise monétaire comme «une sorte de logique circulaire - dans laquelle les investisseurs fuient une monnaie car ils s'attendent à ce qu'elle soit dévaluée, et la pression sur la monnaie provient précisément de ce manque de confiance des investisseurs». D'autre part, Krugman considère « l'attaque spéculative sur les réserves de change comme un processus par lequel les investisseurs modifient la composition de leur portefeuille, en réduisant la proportion de leur actif libellé en monnaie nationale et en augmentant la proportion libellée en devises étrangères[143]». Krugman pense que ce changement de composition est justifié par un changement du rendement relatif, lorsque le gouvernement n'est plus en mesure de défendre le régime de change. Obstfeld (1986)[144], pense que les attaques spéculatives semblent être auto-réalisatrice, car elles se produisent, « même lorsque le volume des réserves semblent être suffisants pour gérer les déficits de la balance de paiement ». L'auteur pense que dans certaines circonstances, les crises peuvent être purement auto-réalisatrices. La crise monétaire et l'attaque spéculative sont utilisés comme des synonymes, mais, en réalité une attaque spéculative sur les réserves de change peut ou ne peut pas aboutir à une crise monétaire. Tout dépend de la capacité ou de la volonté du gouvernement à défendre la monnaie nationale. Dans ce contexte, une crise monétaire se

[142] Krugman P., □*Are Currency Crises Self-fulfilling?*□, NBER Macroeconomics Annual Review, 1997, p.1.
[143] Ibid, p.1.
[144] Obstfeld M., □*Rational and Self-Fulfilling Balance of Payments Crises*□, The American Economic Review N° 76, January 1986, p.72-81.

produit quand le gouvernement ne peut pas – ou peut-être ne veut pas - défendre le régime de change[145].

La première génération de modèles sur les crises, développée par Krugman (1979)[146] et affiné par Flood et Garber (1984)[147], constitue la base de la première génération de modèles sur les crises monétaires. Krugman soutient que la crise est causée par un important déficit budgétaire qui est financé par une expansion du crédit. Un gouvernement ayant un déficit budgétaire persistant va épuiser ses réserves de change pour défendre son taux de change. Il en résulte une perte progressive des réserves de change. S'il y a un équilibre sur le marché monétaire et si la condition de parité d'intérêt est remplie dans le cadre du régime de change fixe (le taux d'intérêt national est égal à celui appliqué à l'étranger), une expansion du crédit se traduit par une offre de monnaie qui excède la demande de monnaie nationale (ce qui ne va pas changer car le marché ne s'attend pas à un changement de taux à un stade précoce). L'excédent de liquidité sur le marché monétaire encourage les acteurs du marché à accroître la demande de devises étrangères. Afin de rétablir l'équilibre sur le marché monétaire, la Banque Centrale est obligée de vendre ses réserves de change. Ainsi, les réserves diminuent progressivement, à un taux égal au taux de croissance du crédit domestique. Une fois les réserves épuisées, le régime de change devrait être modifié étant donné que la Banque Centrale n'a plus de réserves pour maintenir le régime de change fixe.

Donc selon le modèle de l'attaque spéculative, une crise monétaire est causée par une chute considérable des réserves de change, elle-même causée par une attaque spéculative sur la monnaie. Une attaque spéculative peut être causée par la contradiction existante entre une expansion des politiques fiscale et monétaire et par un régime de change fixe. Ainsi, la crise monétaire est en fait le résultat d'une politique macroéconomique inadéquate et d'un arbitrage rationnel par les spéculateurs.

La logique de la première génération de modèles des crises[148] est la suivante: A condition que les spéculateurs soient bien informés et rationnels, une attaque sur la monnaie ainsi qu'une restructuration du portefeuille des devises seront lancés dès que les acteurs du marché (fonds de pension, fonds spéculatifs, fonds d'investissements, compagnies d'assurance, hedge funds, etc.) se rendront compte qu'ils peuvent réaliser des profits. Ils vont donc détenir des devises étrangères au lieu de la monnaie nationale, ce qui va conduire à une

---

[145] Ibid, p.1.
[146] Krugman P., *A Model of Balance of Payments Crises*, Journal of Money, Credit, and Banking N° 11, March 1979, p. 311-325.
[147] Flood R. and Garber P.M., *Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples*, Journal of International Economics N° 17, August 1984, p.1-13.
[148] Krugman (1979) and Flood & Garber (1984), op cites.

augmentation du taux de change et à une accélération de l'épuisement des réserves. Lorsque les réserves sont quasi épuisées, une attaque spéculative se produit et les spéculateurs achètent les réserves encore disponibles, obligeant ainsi la Banque Centrale à abandonner le régime de change. Même si une incohérence dans la politique macroéconomique, de nature à condamner le régime de change à l'échec, peut être détectée à l'avance par les spéculateurs, il n'est pas rentable d'attaquer trop tôt la monnaie ou d'attendre trop longtemps avant de commencer les spéculations.

Mais qu'est-ce qui explique la crise monétaire? Selon cette génération, la crise résulte d'une incohérence entre les politiques nationales - en général l'existence des déficits budgétaires - et du maintient du régime de change fixe, lorsque le gouvernement est supposé utiliser un stock limité de réserves de change pour défendre ce dernier. Lorsque cette politique se révèle non viable, la tentative des investisseurs à anticiper l'effondrement inévitable du régime de change va générer une attaque spéculative sur la monnaie.

L'une des principales réalisations de la première génération de modèles est leur capacité à prévoir le moment de l'attaque spéculative sur la base du constat que, lorsque les réserves de change sont épuisées, les investisseurs n'attendent pas l'effondrement du régime de change résultant de l'épuisement progressif des réserves[149]. Grâce à la simplicité du modèle de Krugman, divers paramètres ont pu être pris en compte, y compris les hypothèses et les caractéristiques des crises monétaires. C'est probablement une variable qui peut avoir plusieurs modalités afin de rendre le modèle plus proche de la réalité, notamment la crédibilité du régime de change, les différents régimes de change, le degré d'incertitude au sujet d'une attaque spéculative, le degré d'incertitude quant à l'expansion du crédit, les régimes de change alternative suite à l'effondrement du système existant, l'endettement sur le marché étranger des capitaux, les contrôles de capitaux et la politique économique endogène. Chacun de ces paramètres constitue une autre cause de la crise monétaire. Tous les modèles de première génération ont un défaut commun et évident: l'hypothèse implicite d'une attitude passive du gouvernement en dépit du fait qu'il sait que la Banque Centrale a quasi épuisé ses réserves de change et s'apprête à changer le régime de change existant.

[149] Aziz, J., Francesco C. and Salgado R., "*Currency Crises: In Search of Common Elements*", IMF Working Paper, N° 67, 2000.

2.2 - Deuxième génération de modèles sur les crises monétaires: modèle de la « clause de sortie ».

La compréhension d'une crise monétaire basée sur les modèles de première génération a été mise en doute après 1992, en raison de l'incapacité de ces modèles à expliquer la crise du Système Monétaire Européen (SME) qui s'est produite en Septembre 1992. Dans la crise du SME, l'épuisement des réserves de change a été accompagné d'une crise, mais ce n'était pas le facteur qui l'a déclenché, ni le facteur qui a finalement amené les autorités à dévaluer les monnaies. Une crise peut être causée par un « problème à faible probabilité *ex ante*» dont les conséquences peuvent être catastrophiques, par exemple, les dettes publiques, les mécanismes de contagion, etc.[150]. Les gouvernements largement endettés à court terme peuvent souffrir d'une attaque spéculative sur leurs monnaies, comme en témoigne l'expérience mexicaine de 1994-1995. Le problème sous-jacent de la crise monétaire du SME n'était pas seulement la politique économique des pays membres du SME, et la décision de modifier le régime de change n'a pas été motivée par l'inadéquation du niveau de réserves de change (Dooley, 2000[151]). La crédibilité de la participation au SME, en France et en Grande-Bretagne par exemple, a été endommagée par une combinaison de la croissance du taux du chômage provoquée par la situation économique domestique et par des taux d'intérêt élevés suite à l'unification de l'Allemagne. Ces facteurs ont augmenté les coûts de la défense du régime de change par le biais des taux d'intérêt plus élevés et les autorités ont été tentées d'instaurer une politique monétaire plus étendue.

Afin d'expliquer la crise du SME et la crise mexicaine de 1994-95, de nouveaux modèles de crises monétaires ont été développés. Cette génération de modèles (appelée plus tard « 2ème génération de modèles ») considère le régime de change comme une disposition conditionnelle - si un gouvernement décide d'adopter un régime de change fixe, il le conservera tant qu'il le juge utile. L'obligation de maintenir un régime de change fixe est limitée par l'existence d'une clause de sortie, qui permet l'abandon de ce régime fixe, si la politique économique produit des effets indésirables et négatifs sur d'autres variables économiques. Donc selon cette génération de modèles, le gouvernement va lutter contre la spéculation en laissant flotter sa monnaie, au lieu d'imposer des taux d'intérêt élevés et / ou vendre ses réserves de change, afin d'éviter le coût réel en termes de chômage[152]. Selon

[150] Obstfeld M., *The Logic of Currency Crises*, NBER Working Paper N° 4640, in "*Cahiers Economiques et Monétaires*, Banque de France, 1994, p.189-213.
[151] Dooley M.P., "*A Model of Crises in Emerging Markets*, The Economic Journal, N°110, 2000 pp. 256-272.
[152] Eichengreen B.J., Rose A.K. and Wyplosz C., *Contagious Currency Crises*, CEPR (Center for Economic Policy Research) Working Paper N° 1453, 1996.

Corsetti (1999)[153], la deuxième génération comprend également l'existence d'équilibres multiples. Il existe un «bon» équilibre où les marchés ne vont pas attaquer la monnaie et le gouvernement va maintenir le régime de change fixe, ce qui est possible car les fondamentaux économiques solides vont permettre la survie du régime de change. Parallèlement, il existe un «mauvais» équilibre, où une attaque spéculative, si elle devait se produire, puisse avoir des conséquences graves. Des équilibres multiples existent parce que les marchés agissent sur la base des attentes d'un résultat particulier. Les attentes qui sont *ex ante* injustifiées sont validées *a posteriori* par les résultats qu'elles vont provoquer, ce que Wyplosz (1998)[154] appelle «auto-réalisatrice». En d'autres termes, il existe certains équilibres qui peuvent être anticipée par les acteurs du marché, et en présence d'équilibres multiples, l'instabilité financière et monétaire peut être causée par des changements brusques dans le comportement des agents économiques[155].

Ainsi, l'effondrement du régime de change européen (MRCE) fut lié à des conséquences indésirables qui pouvaient découler de l'augmentation nécessaire des taux d'intérêt pour éviter une attaque spéculative dans une économie où le taux de chômage est élevé. En d'autres termes, la décision d'abandonner le régime de change dépend de l'analyse des avantages et des coûts liés au maintien ce régime de change fixe, compte tenu de la situation économique (chômage, difficultés du secteur bancaire, dette publique élevée, etc.). Ces circonstances sont beaucoup plus proches de la réalité que ne le sont les modèles de première génération, qui prennent en considération le comportement des autorités plutôt que celui des acteurs du marché (Saqib, 2002[156]). Il est évident que les options de la politique économique, dans une situation de déficit budgétaire, dépassent l'objectif d'une simple monétisation du déficit. Étant donné que les objectifs de la politique économique sont multiples, toutes les options incluent une certaine forme de compromis, ce qui rend la politique économique endogène (Aziz et al. 2000[157]). Ce caractère conditionnel de la politique macroéconomique peut causer des équilibres multiples et un auto-accomplissement des spéculations.

---

[153] Corsetti C., *Interpreting the Asian Financial Crisis: Open Issues in Theory and Policy*, Asian Development Review N° 16, February 1999, p.1-46.

[154] Wyplosz C., *Speculative Attacks and Capital Mobility*, Paper presented at the Fourth Dubrovnik Conference, Dubrovnik, Croatia 1998. In Yoon I.H. and Kang C.G., *Financial Crisis Theories and the 1997 Financial Crisis in Southeast Asia*, *ed Korea University Press, Seoul, 2006.*

[155] Corsetti (1999), op. cite.

[156] Saqib, O.F., "*Interpreting Currency Crises A Review of Theory, Evidence and Issues*, DIW Berlin-German Institute for Economic Research, Discussion Paper, No. 303, 2002.

[157] Aziz, J., C. Francesco and R. Salgado, "*Currency Crises: In Search of Common Elements*, IMF Working Paper, N° 67, 2000.

Contrairement à la première génération de modèles, les modèles de deuxième génération ne se basent pas sur une détermination où la causalité va exclusivement des fondamentaux économiques aux aspects prévisionnels. La causalité dans la deuxième génération de modèles peut être suivie dans les deux sens et c'est précisément ce type de circularité qui peut causer des équilibres multiples et un auto-accomplissement des spéculations (Saxena, 2001[158]). En d'autres termes, la politique économique n'est pas prédéterminée, mais elle est une réaction aux changements observés dans le système économique, et les investisseurs privés fixent leurs objectifs selon le comportement des décideurs de la politique économique. Le changement prévu dans le régime de change aura une incidence sur les variables (par exemple des salaires plus élevés, moins d'emploi, des taux d'intérêt plus élevés, etc.), dont le changement accroît le coût du maintien de régime de taux de change existant. Une fois que ces coûts sont devenus trop élevés, les décideurs de la politique économique peuvent dévaluer la monnaie et confirmer ainsi les attentes des acteurs du marché quant à la crise monétaire (l'auto-accomplissement de ses spéculations).

Ozkak et Sutherland (2000)[159] ont montré que les autorités monétaires inclineront moins à protéger le taux de change si les taux d'intérêt sont plus élevés, dans le cas d'une attaque spéculative. Si le taux de chômage est élevé, le problème du chômage s'en trouvera aggravé. En outre, Obsfeld (2000)[160] affirme qu'un niveau élevé de la dette publique augmente aussi les coûts de protection du régime de change existant, ce qui augmente par la suite la probabilité d'une attaque spéculative. Une fois que les attentes à l'égard de la dévaluation sont incorporées dans le taux d'intérêt nominal, l'augmentation du service de la dette entraîne une augmentation des coûts de maintien du régime de change fixe, ce qui peut provoquer la décision de changer de régime de change. En outre, il est à noter que dans un tel cas, les autorités monétaires ne défendraient pas le régime de change en augmentant les taux d'intérêt, d'une part parce que cela pourrait engendrer une crise bancaire et d'autre part à cause des coûts exorbitant d'une éventuelle recapitalisation du secteur bancaire.

Ainsi, selon le modèle de la « clause de sortie », une crise monétaire se développe dans une situation où les spéculateurs pensent que, dans les conditions données du système

---

[158] Saxena S.C., "*Perspectives on Currency Crises*", Indian Council for Research on International Economic Relation Working Paper, N°74, 2001.

[159] Ozkan F.G. and Sutherland A., "*Policy Measures to Avoid a Currency Crisis*", The Economic Journal, N°105, April 1993, In Pesenti P. and Tille C., "*The Economics of Currency Crises and Contagion: An Introduction*", Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, September 2000, pp. 510-519.

[160] Obsfeld M., "*The Logic of Currency Crises*, Cahiers Economiques et Monetaires, Banque de France", N°43, 1994, In Pesenti P. and Tille C., "*The Economics of Currency Crises and Contagion: An Introduction*", Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, September 2000, pp. 72-81.

économique, les décideurs de la politique économique sont sur le point d'appliquer la « clause de sortie ». Il en découle la principale conséquence de la deuxième génération de modèle: une crise monétaire ne peut être expliquée comme une conséquence des changements des facteurs économiques fondamentaux[161]. L'accent est mis sur l'idée que, si les changements des fondamentaux économiques constituent les conditions nécessaires pour déclencher une crise monétaire, ils n'en constituent pas les seules conditions. Les spéculations sont elles aussi une cause principale de la crise monétaire selon cette génération de modèles. Il convient aussi de souligner que l'auto-accomplissement de la crise n'implique pas que l'attaque n'est pas liée aux fondamentaux économiques. Ces modèles comportent un autre point faible: il s'agit du cas où le coût du maintien d'un régime de change fixe est si élevé qu'une attaque spéculative causant l'abandon du régime de change fixe est inévitable.

Enfin, il existe aussi un autre point faible qui est généralement associé à la possibilité de multiples équilibres où les spéculations ont un impact direct sur la création d'un équilibre donné. Un niveau d'équilibre est créé dans la situation où le taux de change fixe est maintenu dans les valeurs attendues mais ne serait pas soutenable si les attentes sont telles qu'elles déclenchent une attaque spéculative sur la monnaie. Dans de telles circonstances, les éléments qui entraînent une baisse de la confiance dans la monnaie et qui permettent une coordination entre les attentes des spéculateurs et les actions, peuvent causer une attaque soudaine de la monnaie. Ceci nous amène à conclure que l'une des principales caractéristiques de la deuxième génération de modèles est son incapacité à déterminer le moment de l'attaque spéculative et du déclenchement de la crise monétaire. Cette incapacité est liée au fait que la crise dépend en grande partie des attentes et des spéculations, et qu'il n'y a aucune explication de la perte de confiance et du degré de coordination des attentes.

2.3 - Troisième génération de modèles des crises monétaires

La virulence des crises récentes dans les économies émergentes a suscité un vif intérêt pour une troisième génération de modèle de la crise monétaire qui met l'accent ou qui tente de rationaliser la dégénérescence d'une crise monétaire en une véritable crise financière avec un effondrement de l'économie. Ainsi, en faisant référence à l'Asie de l'Est, le FMI[162] souligne

[161] Kruger M., Osakwe P.N. and Page J., "*Fundamentals, Contagion and Currency Crises: An Empirical Analysis*", Bank of Canada Working Paper, N°10, 1998, In Pesenti P. and Tille C., "*The Economics of Currency Crises and Contagion: An Introduction*", Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, September 2000, pp. 99-107.

[162] International Monetary Fund, "Recovery from the Asian Crisis and the Role of the IMF", Issues Brief, edition IMF, Washington, June 2000, p.2.

une « nouvelle race de crise économique » dans une « mondialisation des marchés financiers ». Ces modèles de troisième génération peuvent traiter, ou plus précisément mettre l'accent, sur la libéralisation financière, alors que les deux premières générations[163] se focalisent sur les politiques macroéconomiques et considèrent que l'abandon du régime de change est due à une politique économique incohérente ou à une décision incohérente par le décideur politique responsable de l'évaluation des coûts et des avantages liés au maintien d'un régime de change fixe. Bien que certains auteurs[164] se soient interrogés sur la nécessité de distinguer le caractère nouveau de cette nouvelle série de modèles, certains aspects de la crise monétaire asiatique ont justifié sa création. Les causes de la crise asiatique étaient liés non seulement à la politique économique, mais aussi aux imperfections du marché ou aux distorsions du système financier. Dans la crise asiatique, aucun des principes fondamentaux qui animent la première génération de modèles semble avoir été observée dans aucun des pays asiatiques touchés, et il ne semble pas y avoir d'incitation à abandonner le régime de change fixe afin de poursuivre une politique monétaire expansionniste (comme dans le cas de la crise monétaire européenne de 1992-93). En d'autres termes, la crise asiatique n'était pas provoquée par des déficits budgétaires (première génération de modèles), ni par des raisons macroéconomiques (deuxième génération de modèles), mais par une bulle financière suivie par un effondrement du système financier[165].

Selon la troisième génération de modèles[166], une crise monétaire est considérée comme une partie intégrante d'une crise générale de l'économie, selon laquelle les crises monétaires sont annoncées à l'avance par des crises financières. Les flux de capitaux entrants vont augmenter la capacité de prêt des établissements bancaires. Ainsi, la certitude du « sauvetage » des institutions financières par les autorités monétaires explique les pratiques des prêts non performants des banques. Ce qui va conduire à un accroissement de la fragilité financière, une fuite de capitaux, un épuisement des réserves de change et enfin à la crise.

Dans la troisième génération de modèles plusieurs facteurs tels que les problèmes d'aléa moral, la fragilité financière, les déséquilibres de la balance des paiements et les

---

[163] Yoshitomi Masaru, and Kenichi Ohno, *Capital-Account Crisis and Credit Contraction,* Working Paper N° 2, edition Asian Development Bank Institute, Tokyo, May 1999.

[164] Voir: Woo W.T., Carleton P.D. and Rosario B.P., "*The Unorthodox Origins of the Asian Currency Crisis Evidence from Logic Estimation*", ASEAN Economic Bulletin, Vol. 17, N° 2, 2000.
Et Jeanne O., "*Currency Crises: A Perspective on Recent Theoretical Developments*", CEPR Discussion Paper, N° 2170, 1999.

[165] Ibid : 3

[166] Krugman P., "*What Happened to Asia*", Mimeo, MIT, 1998, p.1-2.
Calvo G.A. and Mendoza E.G., "*Mexico's Balance of Payements Crisis: a chronicle of a death foretold*", Journal of International Economics, Elsevier, vol. 41, November1996, p.235-264.

mécanismes de contagion ont été pris en compte dans la modélisation de cette génération de modèle. Un volet de la troisième génération souligne que les crises sont causées par des faiblesses dans le secteur financier. Il s'agit notamment d'une réglementation et d'une surveillance inadéquates du système financier, des problèmes d'aléa moral, des régimes de change et d'emprunts extérieurs à court terme. L'inefficacité de la réglementation prudentielle et de la supervision du secteur financier, en particulier dans le processus de libéralisation des marchés financiers, a contribué au surendettement en devises étrangères et a augmenté le risque des crises financières[167]. La troisième génération s'est basée sur l'analyse de la balance des paiements afin de comprendre comment les mouvements de capitaux conduisent aux crises monétaires et financières[168]. Selon Dornbusch (2001), les problèmes de la balance des paiements sont liés aux déséquilibres. Dans une situation de déséquilibre, la dévaluation de la monnaie va augmenter la perspective de l'insolvabilité et la fuite des capitaux.

Le troisième groupe de modèles considère qu'une crise monétaire est causée également par l'effet de contagion. Il existe plusieurs explications de la transmission d'une crise d'un pays à un autre. Une des explications est basée sur l'impact négatif d'un choc exogène connu dans un certain nombre de pays. Une crise peut également être transférée par le biais de relations commerciales, par exemple lorsque la dépréciation d'une monnaie dans un pays entraîne la réduction de la compétitivité d'un autre pays. L'interdépendance financière peut contribuer à l'expansion d'une crise lorsque l'incapacité d'un pays à rembourser sa dette extérieure oblige les créanciers étrangers à demander le remboursement des sommes prêtées pour les investir dans d'autres pays. Enfin, une crise monétaire dans un pays en particulier peut contribuer à la détérioration des conditions économiques dans d'autres pays ayant les mêmes caractéristiques. L'explication de l'effet de contagion contient également des éléments de la première et de la deuxième génération de modèles de crises monétaires[169]. Des chocs identiques exogènes, l'influence de l'interconnexion au sein des groupes et l'existence de créanciers communs peuvent être regroupés comme facteurs de crises provoquées par les fondamentaux économiques.

Les modèles de l'insolvabilité ont été inspirés de la première génération. Toutefois, dans le cas de l'Asie de l'Est, l'effondrement du baht ainsi que d'autres monnaies régionales

---

[167] IMF, I"World Economic Outlook: Financial Crises: Causes and Indicators", ed IMF, Washington, 1998.
Pesenti P. and Tille C., *The Economics of Currency Crises and Contagion*, Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review N°6, March 2000, p.3-16.

[168] Dornbusch R., *A Primer on Emerging Market Crises*, NBER Working Paper N° 8326, 2001.

[169] Pesenti P. and Tille C., "*The Economics of Currency Crises and Contagion: An Introduction*, Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, September 2000, pp. 208-217.

ont été principalement causés par une inversion de flux de capitaux en provenance du secteur bancaire, plutôt que par un retrait des investissements de portefeuille. En effet, les cinq pays d'Asie les plus touchés par la crise ont connu une inversion des flux nets de capitaux privés d'environ 130 milliards de dollars américains entre 1996 et 1998 (tableau 10). Cette régression était principalement attribuable aux prêts à court terme consentis par les banques commerciales étrangères, qui étaient en moyenne d'environ 55 milliards de dollars de flux net entrants entre 1995 et 1996, mais qui sont passés à environ 30 milliards de dollars de sorties nettes en 1997 et 1998, quand les banques internationales sont–devenus réticents à rééchelonner la dette à court terme.

Tableau 10 - Flux nets de capitaux vers l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines, la Corée du Sud et la Thaïlande, 1995–1999

(*En milliards de dollars américains*)

	1995	1996	1997	1998	1999
Balance de compte courant	-40,6	-54,8	26,1	69,2	44,6
Financement externe	83,0	99,0	28,3	-4,2	7,8
Flux privés	80,4	102,3	0,2	-27,6	0,3
Investissement sous forme d'actions	15,3	18,6	4,4	13,7	18,5
Investissement direct	4,2	4,7	5,9	9,5	12,5
Investissement de portefeuille	11,0	13,9	-1,5	4,3	6,0
Créanciers privés	65,1	83,7	-4,2	-41,3	-18,2
Banques commerciales	53,2	62,7	-21,2	-36,1	-16,0
Institutions non bancaires	12,0	21,0	17,1	-5,3	-2,3
Flux officiels	2,6	-35,3	28,1	23,4	7,6
Prêts aux résident/autres[a]	-28,3	-27,3	-33,7	-22,9	-21,0
Réserves (excepté l'Or)[b]	-14,1	-16,9	31,5	-42,1	-31,4

a le signe moins indique une augmentation.
b y compris les prêts nets aux résidents, l'or et les erreurs et omissions;
Source: Institute of International Finance, *Capital Flows to Emerging Market Economies,* edition IIF, Washington, DC, April 1999 (disponible sur le lien suivant: www.iif.com).

Bien que ces trois générations de modèles mettent l'accent sur les différentes causes qui mènent à la crise monétaire, elles comportent une caractéristique commune: le régime de change fixe. Selon la première génération de modèles, la crise résulte de l'existence des déficits budgétaires et du maintient du régime de change fixe, lorsque le gouvernement est

supposé utiliser un stock limité de réserves de change pour défendre ce dernier. Lorsque cette politique se révèle non viable, la tentative des investisseurs à anticiper l'effondrement inévitable du régime de change va générer une attaque spéculative sur la monnaie. Ce qui va mener en fin de compte à la crise. La deuxième génération de modèles considère le régime de change comme une disposition conditionnelle - si un gouvernement décide d'adopter un régime de change fixe, il le conservera tant qu'il le juge utile. L'obligation de maintenir un régime de change fixe est limitée par l'existence d'une clause de sortie, qui permet l'abandon de ce régime fixe, si la politique économique produit des effets indésirables et négatifs sur d'autres variables économiques. Les spéculations sont elles aussi une cause principale de la crise monétaire selon cette génération. Il convient aussi de souligner que l'auto-accomplissement de la crise n'implique pas que l'attaque n'est pas liée aux fondamentaux économiques. Donc les deux premières générations de modèles se focalisent sur les politiques macroéconomiques et considèrent que l'abandon du régime de change est dû à une politique économique incohérente ou à une décision incohérente par le décideur politique responsable de l'évaluation des coûts et des avantages liés au maintien d'un régime de change fixe. Contrairement aux deux premières générations, la troisième génération de modèles met l'accent sur la libéralisation financière, les faiblesses du secteur financier, les déséquilibres de la balance des paiements, les problèmes d'aléa moral et les mécanismes de la contagion comme étant les éléments déterminants d'une crise monétaire. Mais la crise se déclenche quand même suite à la spéculation qui va avoir lieu à cause d'un manque de confiance des investisseurs qui veulent éviter les pertes. Ce qui va causer une dévaluation de la monnaie, l'abandon du régime de change fixe et une dégradation de la situation financière et économique. Cette troisième génération de modèle s'applique à la crise asiatique de 1997 et sera donc utilisée dans la deuxième partie de ce travail.

2.4 - Autres explications des crises monétaires

Un certain nombre d'articles théoriques se sont focalisés sur les facteurs non conventionnels et non-économiques pour expliquer les crises monétaires afin de couvrir l'ensemble du processus d'une crise monétaire et de supprimer certaines hypothèses liées aux différentes générations de modèles. Ces explications introduisent de nouvelles hypothèses afin de fournir une meilleure représentation de la réalité des événements survenus dans un pays en particulier.

Parmi les interprétations les plus importantes des crises monétaires on trouve le modèle de Kindleberger Minsky[170] qui décrit trois étapes dans une crise monétaire: la « manie », la « panique » et l' « effondrement » (*« Manias, Panics and Crashes »)*. La « manie » est une période de reprise du cycle économique, lorsque les acteurs du marché procèdent à une restructuration de leurs actifs en faveur des actifs financiers. La « panique » est caractérisée par l'effet de masse et la concurrence dans la transformation des actifs financiers en actifs liquide. L' « effondrement » est la dernière étape du processus.

Saqib[171] décrit un modèle composé de cinq étapes différentes. Une crise commence par un choc exogène (la guerre, les élections, etc.) qui a un impact fort sur le système économique par la modification des perspectives de profit dans au moins un secteur de l'économie. Si la perspective de profit est améliorée par rapport à la situation antérieure, l'investissement et la production augmentent à un rythme accéléré. La spéculation encourage une augmentation du prix de l'objet de la spéculation (par exemple les devises étrangères, les obligations domestiques ou étrangères, les terrains, les bâtiments, etc.). Cette augmentation des prix attire de nouveaux investissements et une croissance des revenus. La troisième étape est un processus de croissance incontrôlée et implique des spéculations (achat à des fins de vente à un prix plus élevé) et des attentes excessives (perception euphorique du prix d'un objet particulier au-delà de sa valeur fondamentale). Comme l'expansion de la production se poursuit, les taux d'intérêt, les prix et les bénéfices continuent d'augmenter. À un moment particulier, pendant la période de profits élevés, un certain nombre d'investisseurs ayant privilégié l'information décident de vendre l'objet qu'ils ont acheté. Au début, la spéculation se poursuit en entrainant des entrées qui équilibrent les sorties. Les prix cessent d'augmenter. C'est une période pendant laquelle les spéculateurs commencent à voir qu'une sortie en masse de la communauté des spéculateurs pourrait devenir probable, ce qui provoque finalement la panique (en raison d'un manque de liquidité qui permettrait à chaque acteur de à vendre à profit). Comme les spéculateurs vendent les objets, les prix commencent à baisser, le nombre de faillites augmente et la situation économique se dégrade. La panique se termine lorsque la baisse des prix atteint le plus bas niveau possible afin que l'objet devienne à nouveau attractif pour les spéculateurs ou lorsque les échanges s'arrêtent parce que le prix de l'objet atteint sa limite inférieure ou encore lorsque les autorités monétaires réussissent à convaincre les acteurs du marché qu'il existe un niveau adéquat de liquidités pour mettre fin à la panique.

[170] Pesenti P. and Tille C., 2000, op cite, p. 219.
[171] Pesenti P. and Tille C., 2000, op cité, p.230-237.

Les critiques les plus fréquentes de ce modèle concernent son caractère général qui ne fournit pas une explication théorique rigoureuse pour une crise monétaire.

D'autres explications des crises monétaires incluent des facteurs structurels et politiques. L'euphorie du marché (un facteur structurel), caractérisée par l'entrée massive de capitaux étrangers, un taux élevé de croissance économique, des faible taux de chômage etc., crée la « psychologie de la folie », qui dissimule les tendances négatives des facteurs traditionnels ou les néglige. Les facteurs politiques peuvent également conduire à des décisions discutables. Par exemple, les dates des élections peuvent influencer le choix du moment de la dévaluation. En effet, la dévaluation est une mesure impopulaire souvent reportée après les élections car une monnaie appréciée signifie généralement des produits importés moins chers et donc une augmentation des salaires réels[172]. En outre, au sein d'une coalition au pouvoir, une guerre entre les partis politiques, qui sont en conflit sur un déficit budgétaire insoutenable, peut causer le report d'un accord politique sur la réduction du déficit, ce qui conduit à des conséquences économiques indésirables et à une crise monétaire[173]. Un autre facteur politique dans une crise monétaire concerne l'instabilité politique et un déficit budgétaire. Généralement parlant, la fréquence des changements de partis au pouvoir augmente le risque d'un déficit budgétaire. La poursuite de l'instabilité politique entraîne une persistance du déficit budgétaire, d'une dette extérieure élevée, de l'inefficacité du système fiscal et de faibles taux de croissance. Ces facteurs politiques ont un impact indirect sur les attentes et sur la probabilité d'une attaque spéculative à travers les fondamentaux économiques. C'est pourquoi ils sont d'une importance capitale pour analyser les processus politiques qui conduisent à l'incohérence des politiques et à la crise monétaire.

2.5 - Aléa moral et sélection adverse

La sélection adverse et l'aléa moral sont les deux principales défaillances du marché liées à la présence de l'assurance[174]. Les sociétés d'assurance craignent que leur base de clients soit biaisée vers les personnes à risque: une personne qui sait qu'il ou elle est malade est particulièrement incité(e) à acheter une assurance maladie. C'est le problème de la sélection adverse. Les compagnies d'assurance savent aussi que l'achat de l'assurance peut modifier les incitations de leurs clients: l'assurance-automobile peut par exemple encourager la conduite

---

[172] Stein E. and Streb J., "*Elections and the Timing of Devaluations*", Inter-American Development Bank Working Paper, N°396, Washington, 1999.

[173] Alesina A. and Drazen A., "*Why are Stabilizations Delayed*", American Economic Review, N° 81, 1991, pp. 1170-1188.

[174] Calvo G., "*Globalisation Hazard and Delayed Reform in Emerging Market*", Economia 2, N°2, Spring 2002, p.1-29.

imprudente, augmentant ainsi le montant à payer par la compagnie d'assurance. De même l'assurance-incendie peut conduire les propriétaires à prendre moins de précautions. Le risque que l'assurance réduise les incitations à un comportement prudent en réduisant les pertes attendues s'appelle aléa moral. La sélection adverse et l'aléa moral découle de l'information asymétrique - l'assureur ne peut surveiller la nature et le comportement de l'assuré- et donne lieu à d'éventuelles défaillances du marché.

L'aléa moral est défini par Nicholson (1997)[175] comme « l'effet de la couverture d'assurance sur les personnes; les décisions d'entreprendre des activités qui peuvent modifier la probabilité de subir des pertes ». Faure et Hartlief (2003)[176] pensent que « l'aléa moral apparaît lorsque l'assuré peut contrôler le niveau de risque par des efforts de prévention, sans que ceux-ci soient observables par l'assureur. L'existence même d'une assurance peut alors réduire les incitations de l'assuré à engager des mesures de prévention, et conduire à une aggravation du risque ». La notion de l'aléa moral a été désignée par certains économistes, notamment Arrow (1985)[177] comme « l'action cachée », parce que l'aléa moral implique souvent un échec moral de la part des individus, une connotation qui n'est pas intentionnelle.

Selon Mooney (1994) [178], le terme aléa moral peut être définit plus précisément. Tout d'abord, on peut séparer entre l'*aléa moral du producteur* et l'*aléa moral du consommateur*. En ce qui concerne l'aléa moral du producteur, Mooney prend l'exemple des médecins qui travaillent dans le cadre d'un régime de rémunération de frais de service (RFS). Sous le régime de RFS, les médecins recevront une rémunération pour les services fournis aux patients, comme un chirurgien payé pour une opération ou un radiologue pour une mammographie. Il y a donc une incitation financière pour les médecins à fournir des quantités de soins supérieures aux quantités que les patients choisissent de recevoir s'ils ont été pleinement informés. L'*aléa moral du consommateur*[179] se manifeste quand un individu - en raison du fait qu'il est assuré- demande plus de services médicaux qu'il aurait demander s'il devait payer pour ces services lui-même.

---

[175] Nicholson W., "*Microeconomic Theory: Basic Principles and Extension*". Ed Dryden Press (7th edition), New York, 1997.

[176] Faure M.G. et Hartlief T., "*Insurance and expanding systemic risks*", contribution au projet de l'OCDE sur les risques systémiques émergents, repris dans Policy issues in insurance, n°5, OCDE, Paris, 2003, p.18.

[177] Arrow K.J., "*The Potentials and Limits of the Market in Resource Allocation*", in Feiwel G., "*Issues in Contemporary Microeconomics and Welfare*", ed Macmillan, London, 1985.

[178] Donaldson C. and Gerard K., "Economic objectives of health care: The Visible Hand", ed Macmillan, London, 1993, p.87.

[179] Pauly M.V., "*The Economics of Moral Hazard: Comment*", The American Economic Review N°58, 1968, p.531-537.

Ehrlich et Becker (1972)[180] distinguent entre l'*aléa moral ex ante* et l'*aléa moral ex post*. L'*aléa moral ex ante* se pose avant la maladie, quand la personne est en bonne santé. En supposant que les individus peuvent réduire la probabilité de tomber malade grâce à des mesures préventives (exemples de mesures de prévention: manger des repas sains, faire de l'exercice, etc.), les auteurs pensent que la couverture d'assurance (qui baisse le coût du traitement au moment de la consommation) incite les individus à prendre moins de précautions afin d'éviter l'état de maladie. En revanche, l'*aléa moral ex ante* se produit une fois que la personne est tombée malade. Encore une fois, la couverture d'assurance fournit une prise en charge complète ou des prix subventionnés pour les services médicaux, ce qui donne lieu à une demande accrue de la part du patient que s'il devait payer pour ces services lui-même.

L'aléa moral entre dans le débat sur la façon de répondre aux crises financières internationales. Tout d'abord, un prêteur a du mal à contrôler la manière dont un emprunteur dépense les fonds après la réalisation de l'emprunt, tout comme une compagnie d'assurance a des difficultés à surveiller le comportement de ses clients après avoir contracté une police d'assurance. Le risque que l'emprunteur va contracter un prêt qu'il n'a pas l'intention de rembourser est appelé « aléa moral du débiteur » - il est analogue à l'achat d'une d'assurance maison par un propriétaire qui va mettre le feu à son domicile par la suite pour toucher l'assurance. L'aléa moral du débiteur se pose dans un jeu avec seulement deux parties - l'emprunteur et le prêteur. Une tierce partie n'est pas nécessaire. Deuxièmement, les prêts du FMI peuvent être considérés comme une forme d'assurance: ces prêts protègent à la fois les emprunteurs et les créanciers de la faillite. L'assurance implicite liée aux prêts du FMI pourrait modifier les incitations du pays qui est protégé contre le risque de manquer de fonds (Aléa moral du débiteur), et celles de ses créanciers qui sont protégés contre le risque de non-paiement (Aléa moral du créancier).

Dans la pratique, le FMI a une plus grande capacité de veiller à ce que ses prêts ne faussent pas les incitations du débiteur et du créancier. Comme la totalité des prêts du FMI doit être remboursée, un débiteur qui contracte un prêt pareil afin de rembourser ses dettes privées ne va pas réduire le fardeau de sa dette. En outre, les prêts du FMI sont octroyés à condition que le débiteur fasse des efforts qui assurent le remboursement au FMI. Bien entendu, cela suppose que le FMI peut obliger le débiteur à changer ses politiques. L'existence

[180] Ehrlich I. and Becker G., "*Market insurance, self-insurance and self-protection*", Journal of Political Economy N°40, 1972, p.623-648.

d'un prêteur international pourrait conduire le débiteur à retarder les efforts visant à assurer le service de sa dette ou à s'appuyer davantage sur la dette à court terme.

La présence de l'assurance de « liquidités » est susceptible d'influencer les décisions des créanciers: tant que les créanciers s'attendent à être payés intégralement, quelles que soient les conditions, par le biais des prêts du FMI, ils seront plus disposés à octroyer des prêts au débiteur qui a des politiques à risque. Par conséquent, la disponibilité de cette assurance de « liquidité » va encourager les créanciers à continuer de financer un débiteur qui a trop de dette à court terme et qui est donc vulnérable. Évidemment, l'Aléa moral du débiteur et du créancier sont étroitement liés: sans les prêts risqués consentis par les créanciers, le débiteur ne serait pas en mesure d'obtenir le financement nécessaire pour poursuivre des politiques risquées.

Enfin, il convient de distinguer entre l'aléa moral international et l'aléa moral domestique. L'aléa moral international est le risque que les prêts du FMI poussent les débiteurs à poursuivre leurs politiques risquées et les créanciers internationaux à insister pour que les emprunteurs souverains suivent des politiques judicieuses qui leur sont favorables ou prêtent librement et sans restrictions » aux banques d'un pays. L'aléa moral domestique est créé par les différents types d'assurance que la plupart des gouvernements souverains fournissent au système financier domestique. Les deux peuvent être liés: dans certains cas, l'aide internationale peut être nécessaire au gouvernement du pays débiteur pour être en mesure d'honorer ses propres garanties. Même lorsque les gouvernements déclarent qu'ils ne vont pas garantir les créances privées, ils sont souvent contraints de prendre leurs responsabilités le moment venu. Le Chili au début des années 1980 représente un exemple type. La garantie par le gouvernement coréen des prêts interbancaire à la fin de 1997 représente un autre exemple de la crise asiatique. La Turquie représente un exemple plus récent: au cours de la tourmente du marché de Novembre-Décembre 2000, le gouvernement Turc a décidé de garantir toute la dette bancaire. Mais le risque de l'aléa moral domestique est également omniprésent en l'absence de soutien international. Par exemple, le contribuable peut se retrouver avec de grandes pertes si les anticipations d'un soutien du contribuable aux déposants poussent les grands déposants à garder leurs fonds dans des banques qui octroient des prêts risqués.

2.6 Les mécanismes de contagion

Il existe plusieurs définitions de la contagion. Eichengreen[181], par exemple, définit la contagion comme étant «une augmentation significative dans la probabilité d'une crise dans un pays, conditionnellement à la réalisation d'une crise dans un autre pays ». En effet, cette définition est largement adoptée dans les travaux empiriques notamment dans ceux qui modélisent la réalisation d'une crise par l'effondrement du régime de change. Cependant, dans la pratique, cette définition exige un échantillon de pays ayant pour la plupart l'expérience de la crise. Calvo et Mendoza[182] pensent que « La contagion se réalise quand la volatilité se propage du marché financier du pays en crise vers les autres marchés financiers d'autres pays ». En fait, l'analyse des marchés financiers montre que la volatilité des prix des actifs financiers augmente toujours durant la période d'instabilité financière. La contagion peut être mesurée comme la propagation de cette volatilité d'un marché à un autre.

Eichengreen (2000) [183], présente une explication simple de la contagion qui implique des liens réels entre les pays: une crise monétaire dans le pays A aggrave les fondamentaux du pays B. Par exemple, les pays d'Asie du Sud exportent, au moins dans une certaine mesure, des produits similaires; la dévaluation du baht thaïlandais peut baisser les exportations Malaisiennes, et peut aggraver la situation en Malaisie voir la basculer vers la crise, ce fut le cas fin 1997. Pendant la crise du MRCE de 1992-93, il y avait un élément de la dévaluation compétitive: la dépréciation de la livre sterling a affecté le commerce et l'emploi de la France dans une certaine mesure et, par conséquent, a accru les pressions sur le gouvernement français à abandonner son propre engagement en faveur d'un régime de change fixe. Toutefois, même dans les cas européen et asiatique, les liens commerciaux apparaissaient relativement faibles; et pendant la crise de l'Amérique latine de 1995, ces liens étaient pratiquement inexistants. Le Mexique n'était pas un marché important, ni un concurrent important pour l'Argentine, pourquoi, alors la crise du peso a déclenché une autre crise?

Des explications rationnelles sur le mécanisme de contagion des crises entre des économies dissociées ont été avancées. Drazen (1997)[184] pense que les pays sont perçus comme un groupe avec certaines caractéristiques communes, mais de façon imparfaite. Selon

---

[181] Eichengreen B., Rose A.K., Wyplosz C., *Speculative Attacks on Pegged Exchange Rates. An Empirical Exploration with Special Reference to the European Monetary System*, in: Canzoneri M., EthierW., Grilli V., *The New Transatlantic Economy*, edition Cambridge University Press, Cambridge and New York, 2001, p.191-228.

[182] Calvo Guillermo and Mendoza Enrique, *Regional Contagion and the Globalisation of Securities Markets*, NBER Working Paper 7153, edition National Bureau of Economic Research, Cambridge, June 1999, p.32-35.

[183] Eichengreen B.J., *The EMS Crisis in Retrospect*, NBER (National Bureau of Economic Research) Working Paper, N° 8035, 2000

[184] Drazen A., *Contagious Currency Crisis*, Mimeo, 1997.

Drazen, les pays d'Amérique latine partagent une culture commune et, par conséquent, peut-être un «tempérament latin»; mais les implications de ce tempérament sur la politique économique peuvent être floues. Lorsque les investisseurs constatent qu'un pays ayant cette culturelle abandonne son régime de change fixe sous la pression, ils estiment que les autres pays partageant cette culture vont agir de la même manière pour défendre leurs régimes de change. En 1982, les pays d'Amérique latine ont subi une crise qui était similaire à une crise monétaire. Cette crise s'est rapidement répandue du Mexique à toute la région. Les Philippines, cependant, n'ont été affectées par la crise asiatique au début, même si leur politique économique et leur dette étaient aussi mauvaises que celles du Mexique, de l'Argentine et du Brésil; ce n'est que près d'un an après le début de la crise asiatique que les Philippines ont été touchées par cette dernière.

Par ailleurs, Drazen fait valoir que l'adoption d'un régime de change fixe est lui-même source de problèmes. A titre d'exemple, une fois que la Grande-Bretagne et l'Italie avaient quitté le MRCE, il était moins coûteux politiquement pour la Suède de renoncer à l'indexation de sa monnaie au Deutsche Mark, plutôt que de dévaluer sa propre monnaie. L'auteur pense que le mécanisme de la contagion reflète un comportement irrationnel de la part des investisseurs, soit parce que ces derniers sont vraiment irrationnels ou parce que les gestionnaires de fonds font face à des incitations asymétriques.

La contagion est notoirement difficile à définir et à mesurer. Les crises ne se produisent que si des faiblesses financières sous-jacentes laissent le pays vulnérable aux différents chocs monétaires. Pourtant, la contagion internationale, sous une certaine forme, peut jouer un rôle dans la transmission des crises. Une crise dans un pays peut entraîner des difficultés dans un autre pays, pour plusieurs raisons[185]:

- *Les liens commerciaux.* Si le pays A dévalue sa monnaie, son partenaire commercial, le pays B, va perdre sa compétitivité. Les investisseurs vont mettre la pression sur la monnaie B, les décideurs politiques du pays B peuvent décider de la nécessité de déprécier afin d'éviter une perte des parts de marché d'exportation. Ces pressions étaient présentes en Asie en 1997-98, en Argentine et au Brésil en 1999, et en Uruguay après l'effondrement du peso argentin en 2002.
- Une crise dans un pays peut mettre en évidence les risques d'une certaine vulnérabilité financière. Les investisseurs, comme les pays, apprennent de l'expérience. Ils peuvent alors chercher préventivement à réduire leur exposition aux pays ayant des

[185] Claessens Stijin and Forbes Kristin, *International Financial Contagion*, edition Kluwer Academic Publishers, Netherlands, 2001, p.230-250.

vulnérabilités financières, telles que la dépendance sur la dette interbancaire à court terme. Si le pays n'est pas préparé à de tels changements, il peut basculer dans un cercle vicieux.

- *Les liens entre les créanciers.* Une banque, un gestionnaire de portefeuille ou un hedge fund peuvent être exposés à de nombreux marchés émergents. Les pertes dans un pays peuvent conduire l'institution financière à se retirer pour diverses raisons. Les pertes peuvent aussi pousser la banque à réduire son exposition aux autres emprunteurs à risque (y compris d'autres pays émergents). Les pertes dans un marché émergent peuvent conduire les investisseurs à retirer leur argent d'un marché boursier émergents ce qui oblige les gestionnaires de fonds d'investissement à vendre leurs stocks d'autres marchés émergents. Les pertes d'un hedge fund peuvent conduire ses créanciers à réclamer le remboursement des prêts. Afin de sécuriser l'argent dont il a besoin, le hedge fund va peut être vendre ses actifs liquides, ce qui va faire baisser les prix de ces actifs, ainsi que les prix des actifs d'autres institutions financières. D'autres établissements financiers avec des positions similaires vont subir des pertes, cette perte va déclencher de nouvelles ventes. Les banques japonaises, qui étaient déjà fragile étant donné la crise économique au Japon, ont été touchées lors de la crise asiatique, de même que les banques américaines après la crise du peso mexicain.
- Des modèles sophistiqués de gestion du risque, paradoxalement, mènent les investisseurs à répondre aux troubles dans un marché donné par un retrait rapide des aux autres marchés. La VAR «Value At Risk[186]» utilisée par de nombreuses banques

186 La **VaR** (de l'anglais ***Value at Risk***, mot à mot : « valeur sous risque ») est une notion utilisée généralement pour mesurer le risque de marché d'un portefeuille d'instruments financiers. Elle correspond au montant de pertes qui ne devrait être dépassé qu'avec une probabilité donnée sur un horizon temporel donné. La VaR d'un portefeuille dépend essentiellement de 3 paramètres :

- la distribution des résultats des portefeuilles. Souvent cette distribution est supposée normale, mais beaucoup d'acteurs financiers utilisent des distributions historiques. La difficulté réside dans la taille de l'échantillon historique : s'il est trop petit, les probabilités de pertes élevées sont peu précises, et s'il est trop grand, la cohérence temporelle des résultats est perdue (on compare des résultats non comparables);
- le niveau de confiance choisi (95 ou 99% en général). C'est la probabilité que les pertes éventuelles du portefeuille ou de l'actif ne dépassent pas la Value at Risk, par définition;
- l'horizon temporel choisi. Ce paramètre est très important car plus l'horizon est long plus les pertes peuvent être importantes. Par exemple, pour une distribution normale des rendements, il faut multiplier la Value at Risk à un jour par $\sqrt{t}$ pour avoir la Value at Risk sur *t* jours.

D'une manière générale, la VaR donne une estimation des pertes qui ne devrait pas être dépassée sauf événement extrême sur un portefeuille pouvant être composé de différentes classes d'actifs.
Source: http://fr.wikipedia.org/wiki/Value_at_risk. Le 12-12-2008.
Voir aussi: Linsmeier T.J. and Pearson N.D., *« Risk Measurement: An Introduction to Value at Risk »,* ed University of Illinois Press, Illinois, July 1996.

et gestionnaires de fonds implique que les pertes dans leurs portefeuilles doivent être associées à une augmentation immédiate de capital ou à une réduction des risques.

- Le risque de contagion augmente si les investisseurs ont des difficultés à saisir une opportunité à partir d'un signal d'alarme. Si un investisseur est contraint de vendre ses actifs financiers brésiliens, par exemple, afin d'amasser des fonds suite à une perte dans le marché russe par exemple, le prix des actifs brésiliens ne devrait pas changer, en dépit de la marge déclenchée la vente. Rien de fondamental ne s'est passé au Brésil, et les autres investisseurs devraient être prêts à intervenir et acheter. Mais les autres investisseurs ne savent peut être pas si cet investisseur a vendu ses actifs brésiliens en raison d'une contrainte quelconque ou parce qu'il est bien informé et sait que le Brésil est également en difficulté[187]. Ainsi, les prix des actifs brésiliens baissent même si, sur la base des fondamentaux, ils ne le devraient pas. Les investisseurs peuvent décider rationnellement de ne pas acquérir une information coûteuse sur les conditions d'un pays donné parce que la diversification de leurs portefeuilles tend à réduire le risque global du portefeuille.

Les ajustements de portefeuille d'un acteur donné du marché - ou de l'ensemble des acteurs ayant des positions similaires - auront un impact immédiat sur le marché secondaire des prix des obligations à long terme et sur la capacité du pays à rééchelonner sa dette à court terme. Si le pays est prêt à faire face aux périodes temporaires d'instabilité et à la perte de confiance des marchés de capitaux, ces ajustements de portefeuille n'auront pas un impact durable sur l'économie. Mais si la balance de paiement du pays est déficitaire, le premier ajustement du portefeuille peut déclencher une crise - le refus d'un groupe de créanciers à rééchelonner la dette pousse les autres créanciers et les investisseurs à se retirer du pays, faisant ainsi basculer ce dernier dans une crise profonde.

3 - La mondialisation et les crises monétaires et financières

La crise financière[188] asiatique a montré la vulnérabilité des économies émergentes face aux crises monétaires. Bien que l'incohérence des politiques macroéconomiques ait été

[187] Pour plus d'information sur la **théorie de l'information** qui se préoccupe des systèmes d'information, des systèmes de communication et de leur efficacité voir:

- Shannon C.E., "*A Mathematical Theory of Communication*", Bell System Technical Journal, vol. 27, pp. 379-423 and 623-656, July and October, 1948.
- Cover T.M. and Thomas J.A., "*Elements of information theory*", ed Wiley-Interscience, New York, 1st Edition 1991.
- Mackay D., "*Information Theory, Inference, and Learning Algorithms*", ed Cambridge University Press, Cambridge, 1st edition, 2003.

[188] Voir Encadré 2 pour une definition de la crise monétaire.

mise en évidence dans le déclenchement d'une crise monétaire, une crise monétaire peut également frapper un pays dont les fondamentaux macroéconomiques sont solides. En s'appuyant sur l'expérience de la crise asiatique, plusieurs auteurs[189] ont ainsi fait valoir que la libéralisation prématurée des pays émergents a été un facteur clé dans les crises financières. Une monnaie peut faire l'objet d'une attaque spéculative quand elle est rattachée à une autre monnaie. Selon ce point de vue, un pays doit adopter un régime de change flexible qui ne peut pas faire l'objet d'une attaque spéculative. Par ailleurs, si un pays pour une raison quelconque, préfère maintenir un régime de change fixe, il doit fixer son taux de change irrévocablement. Ceci repose sur l'hypothèse d'une parfaite mobilité du capital, c'est-à-dire que les économies émergentes ont déjà totalement libéralisé la circulation des capitaux et ont complètement supprimé le contrôle sur le mouvement des capitaux.

Encadré 2 Définitions:

Crise bancaire: Selon Caprio and Klingebiel (1996)[190], la crise bancaire est une « détresse financière» dans laquelle une partie importe du secteur bancaire est au bord de la faillite. Demirgüç-Kunt et Detragiache (1998) [191] pensent que la crise bancaire est une « épisode de crise systémique » dans laquelle:

- Les prêts non performants constituent au moins 10% du total des actifs;
- Le coût des opérations de sauvetage du secteur bancaire est supérieur à 2% du PIB;
- Les problèmes des banques ont entraîné la nationalisation de ces derniers;
- Des mesures d'urgence, telles que geler les dépôts financiers dans les banques et généraliser la garantie des dépôts, ont été introduites.

Crise financière: Il n'existe pas de définition précise de la crise financière. Le terme crise financière s'emploie pour désigner un ensemble assez large qui inclut notamment les crises du change, les crises bancaires et les crises boursières. Mais le terme est également utilisé pour désigner les crises de la dette publique. Selon Mishkin F. (1991)[192] une crise financière est une perturbation des marchés financiers dans lesquels les problèmes d'aléa moral et de sélection adverse vont s'aggraver, de sorte que les marchés financiers ne parviennent pas à canaliser les fonds d'une manière efficace vers les investissements productifs.

[189] Rodrik D., *Who Needs Capital Account Convertibility?*, in: Kenen P., *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?*, Essays in International Finance 207, Princeton. Institut für Tropentechnologie, 1998.
[190] Caprio G. and Klingebiel D., "*Bank Insolvencies: Cross-Country Experience*, World Bank Policy Research Working Paper N°1620, July 1996.
[191] Demirgüç-Kunt A. and Detragiache E., "*The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries*, IMF Staff Papers, ed IMF, Washington, 1998.
[192] Mishkin F.S., "*Anatomy of a Financial Crisis*", NBER Working Paper N°W3934, December 1991.

Crise économique: Une crise économique[193] est une situation de régression économique provoquée par une politique monétaire inadéquate, une crise financière, des changements majeurs du contexte politique (guerre, révolution) ou des erreurs de politiques économiques. Une telle crise cause souvent une baisse du PIB, un assèchement de la liquidité et une augmentation des prix due à l'inflation / déflation. Une crise économique peut prendre la forme d'une récession ou une dépression.

Crise monétaire: Une crise monétaire ou crise de change est une crise économique qui touche la monnaie d'un pays ou d'un ensemble de pays[194]. Le taux de change de cette monnaie connaît alors de forte variation par rapport aux autres devises. Les conséquences sur la situation économique du ou des pays concerné(s) peuvent être grave, par exemple, dans le cas d'une crise de confiance où c'est la fuite des investisseurs qui a provoqué la crise monétaire. Krugman (1997)[195] définit la crise monétaire comme «une sorte de logique circulaire - dans laquelle les investisseurs fuient une monnaie car ils s'attendent à ce qu'elle soit dévaluée, et la pression sur la monnaie provient précisément de ce manque de confiance des investisseurs».

Dans la pratique, les deux solutions ne sont pas adaptées aux économies émergentes. En ce qui concerne les taux de change fixes en particulier, l'expérience de l'Argentine a montré qu'un régime de change fixe comme la dollarisation ne peut être bénéfique que s'il est combiné avec un objectif clairement défini - comme la suppression complète de la monnaie nationale, par exemple, en adhérant à une union monétaire[196]. De plus, les problèmes habituels liés à l'abandon d'une politique monétaire autonome peuvent être considérables - mesurés en termes de profondeur de la crise économique. D'autre part, des régimes de change complètement fixes sont souvent considérés avec la «peur du flottement[197]» dans les économies émergentes. La «peur du flottement» est expliquée par une différence fondamentale entre les pays développés et les pays en développement: bien que les premiers puissent emprunter dans leur propre monnaie sur les marchés financiers internationaux, ces derniers ne peuvent emprunter qu'en devises étrangères. Par conséquent, chaque dévaluation ou dépréciation de leurs monnaies va augmenter la valeur de la dette extérieure mesurée en

[193] Bremond J. et Geledan A., Dictionnaire économique et social, ed Hatier Paris, 2eme edition, 1981.
[194] Site web Wikipedia: http://fr.wikipedia.org/wiki/Crise_mon%C3%A9taire
[195] Krugman P., *Are Currency Crises Self-fulfilling?*, NBER Macroeconomics Annual Review, 1997, p.1.
[196] Fischer St, *Globalization and its Challenges*, American Economic Review Papers and Proceedings, N° 93, 2003, p.1-30.
[197] Calvo Guillermo, and Reinhart Carmen, "*When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options,* edition University of Maryland, Department of Economics and School of Public Affairs, Baltimore, June 1999.

monnaie nationale. Dans cette perspective, une approche graduelle de la libéralisation financière est favorable.

3.1 - La dynamique des crises financières à l'ère de la mondialisation.

Lorsque les marchés émergents ont libéralisé leurs marchés financiers, ils espéraient que la mondialisation allait stimuler la croissance économique. Au lieu de conduire à une forte croissance économique et à la réduction de la pauvreté, la mondialisation a souvent conduit à une grande dépression avec de fortes augmentations de la pauvreté. Quand un marché financier est incapable de faire face aux problèmes causés par l'information asymétrique, il devient incapable de remplir sa fonction essentielle[198]. Quand le marché financier rencontre des difficultés, les problèmes de l'information asymétrique s'intensifient et se multiplient jusqu'à ce qu'il y ait une véritable crise financière qui rend le marché financier inopérable et conduit à l'effondrement de l'activité économique. La dynamique des crises financières est décrite dans la figure 3.

Toutes les crises financières ont été initiées pendant les bonnes périodes qui précèdent l'effondrement de l'activité économique. Au cours des premières phases du processus de la mondialisation, la performance économique des pays émergents était bonne: la croissance économique était forte et l'inflation a été ramenée à de faibles niveaux. Mais les bonnes périodes ont souvent un côté sombre. Il existe essentiellement deux voies par lesquelles les pays émergents peuvent se trouver dans une situation de crise: une libéralisation financière très rapide ou un déséquilibre budgétaire non soutenable. Nous nous concentrons sur la libéralisation financière prématurée parce qu'elle est la voie la plus commune des crises dans les économies émergentes, à titre d'exemple c'est ce qui a précipité la crise au Mexique en 1994 et dans de nombreux pays asiatique en 1997.

- ***Première étape: première cause - une libéralisation financière prématurée***

Les origines d'une crise financière remontent à la libéralisation des marchés financiers par les pays, en général plusieurs années avant que la crise ne se déclenche. La libéralisation financière peut être séparée en deux composantes[199]. *La libéralisation financière internationale* qui implique l'assouplissement voire la suppression des réglementations qui empêchent les institutions financières internationales de prêter leurs fonds aux taux du marché

[198] Halac M. and Schmukler S.L., *Distribution Effects of Crises*, World Bank Working Paper, June 2004.
[199] Diaz-Alejandro C., *« Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crash »,* Journal of Development Economies 19, N° 1-2, 1985, p.1-25.

ou qui fixent des limites quantitatives au montant du crédit que ces institutions peuvent octroyer à des utilisations particulières. *La libéralisation financière externe* - plus communément appelée la libéralisation financière – qui se produit lorsque les marchés financiers nationaux sont ouverts aux flux de capitaux étrangers et aux institutions financières étrangères. La libéralisation financière externe et internationale se déroulent habituellement conjointement mais pas nécessairement. Un pays pourrait libérer ses marchés financiers nationaux sans procéder à une libéralisation internationale.

Vingt-six des quatre-vingt crises financières au cours des vingt dernières années se sont déclenchées après la libéralisation des marchés financiers, à la fois externe et internationale[200]. Les pays touchés par ce type de crise avaient souvent de solides politiques budgétaires: dans les années qui ont précédé les crises, les pays asiatiques avaient des excédents budgétaires et le Mexique affichait un déficit budgétaire de seulement 0,7% du PIB - par comparaison, le déficit budgétaire américain en 2004 était de 4,5% du PIB, et même l'Allemagne avait un déficit de 3,9% du PIB[201].

Ce manque d'expertise dans le contrôle et le suivi des emprunteurs a causé des pertes sur les prêts. Ces pertes signifiaient une détérioration des bilans des banques en raison de la baisse de la valeur de leurs prêts (actif du bilan) par rapport à leurs engagements, ce qui entraîne une dégradation des actifs nets des banques (capital). Avec moins de capitaux, les banques deviennent plus risquées, et donc les déposants et les bailleurs de fonds potentiels des banques deviennent réticents. Moins de fonds signifie moins de prêts et l'expansion du crédit se transforme en une diminution du crédit.

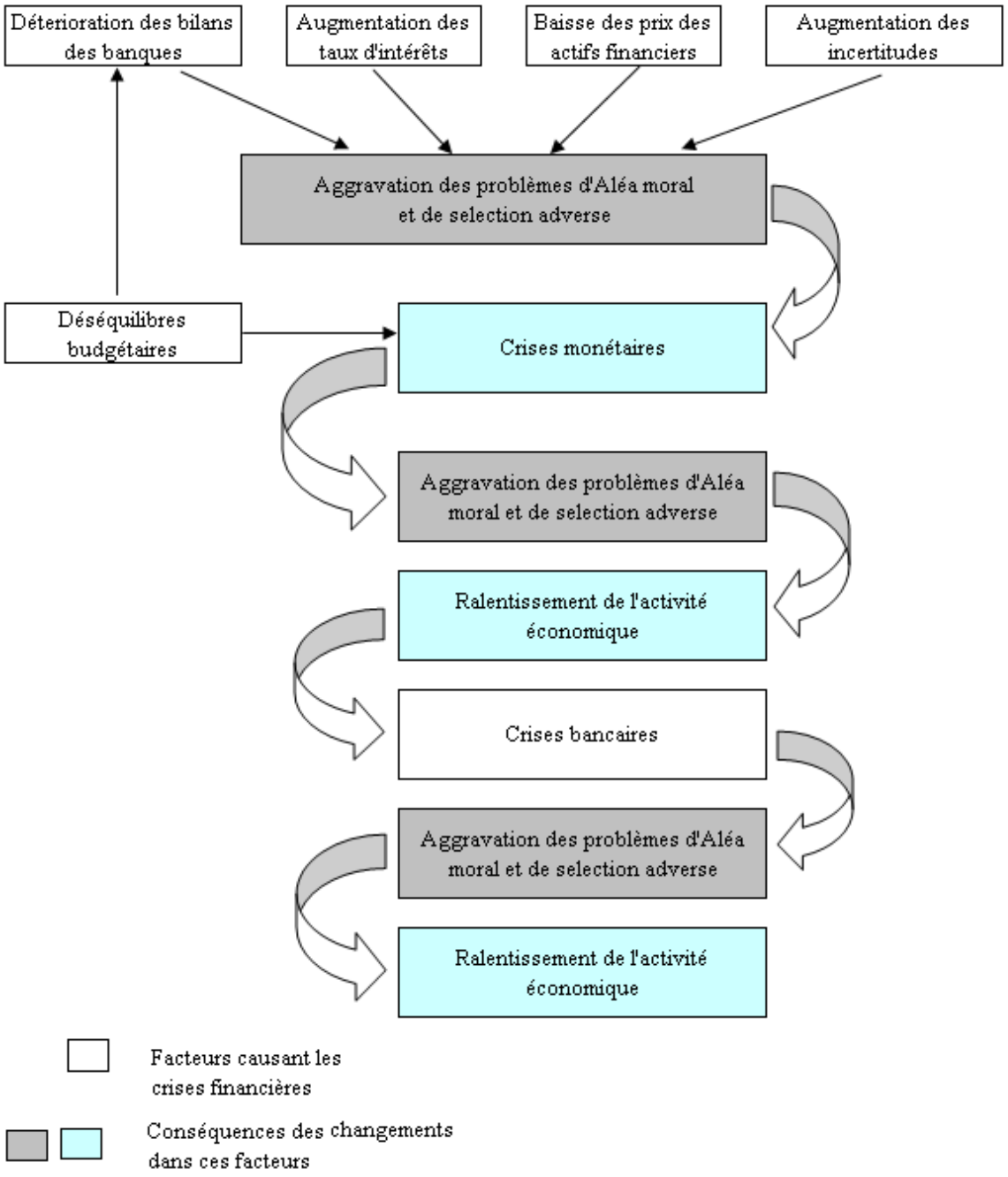
Les banques jouent un rôle crucial dans le fonctionnement des marchés financiers parce qu'elles sont bien adaptées à la collecte des informations sur les entreprises et les industries. Cette capacité permet aux banques de distinguer les prêts rentables des prêts non performants. Lorsque les banques décident de réduire leurs prêts, personne ne peut intervenir pour collecter ces informations et octroyer ces prêts, de sorte que la capacité du système financier à faire face à l'information asymétrique est gravement entravée. Quand les prêts deviennent rares, les entreprises ne sont plus en mesure de financer leurs investissements: les entreprises réduisent leurs dépenses et l'activité économique se contracte.

---

[200] Kaminsky G.L. and Reinhart C.M., "*The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems*", in Takatoshi Ito and Krueger Anne, "*Regional and Global Capital Flows: Macroeconomic Causes and consequences*", University of Chicago Press, chicago 2002, p.373-400.

[201] Mishkin F.S., "*Global Financial Instability: Framework, Events, Issues*", Journal of Economic Perspectives 13, N° 4, 1999, p.11.

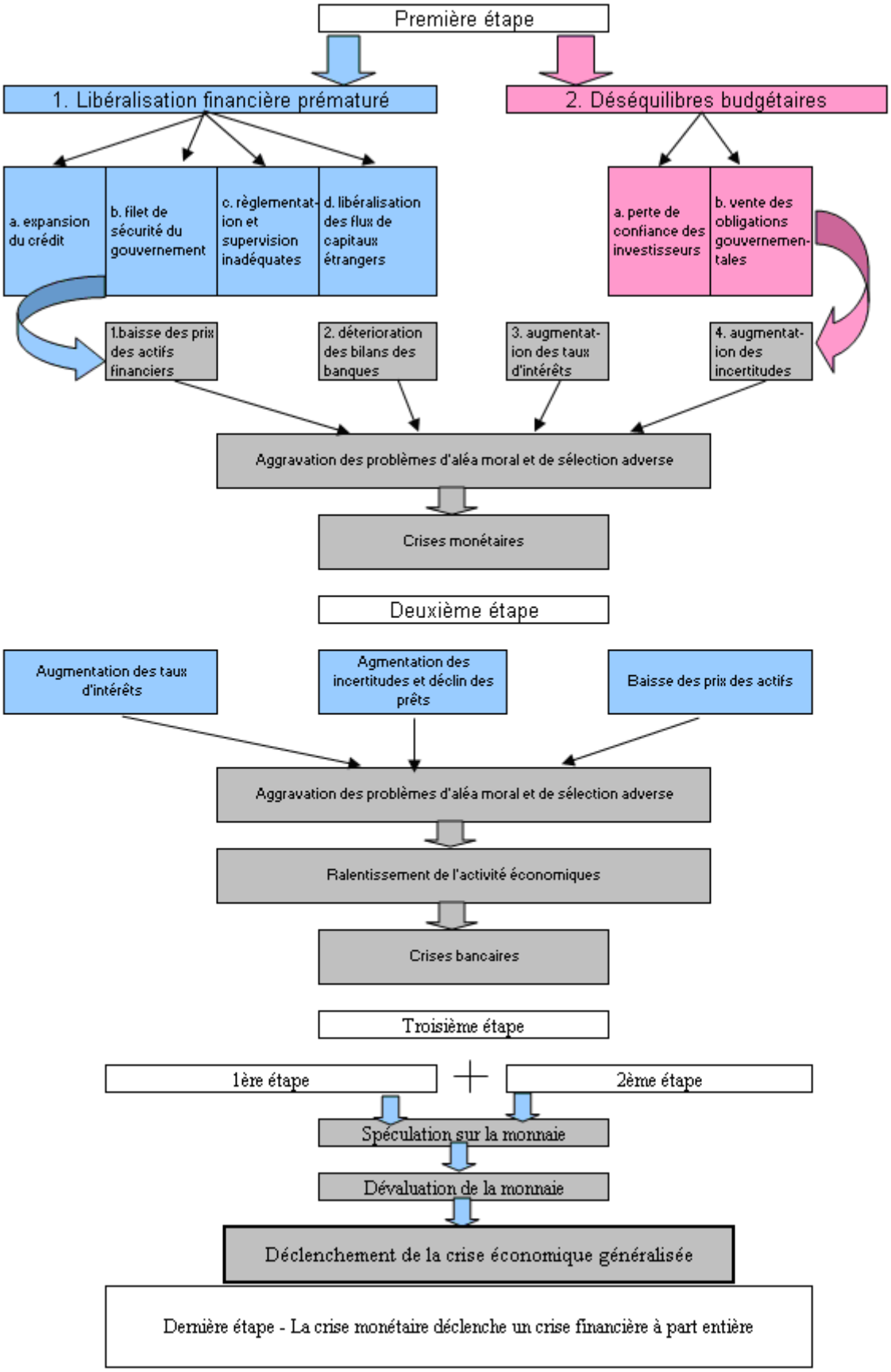
Figure 3 Les dynamiques des crises financières selon Kaminsky et Reinhart[202].



Cette figure n'explique pas suffisamment la dynamique des crises financières, nous proposons donc le nouveau schéma suivant adapté de Kaminsky et Reinhart (figure 4).

[202] Kaminsky et Reinhart (2002), op cite, p. 382.

Figure 4 Les dynamiques des crises financières adapté de Kaminsky et Reinhart



Le filet de sécurité du gouvernement. La plupart des gouvernements tentent d'empêcher les paniques bancaires et d'encourager les banques à continuer à octroyer des prêts pendant les mauvaises périodes en offrant un filet de sécurité. Si les déposants et les autres bailleurs de fonds des banques sont protégés contre les pertes, ils vont continuer à fournir des fonds aux banques afin que ces dernières puissent continuer à prêter. Cependant, le filet de sécurité du gouvernement affaiblit la discipline du marché, parce qu'avec un filet de sécurité les déposants savent qu'ils ne risquent pas de perdre leurs dépôts si la banque fait faillite. Ainsi, la banque peut encore acquérir des fonds même si elle prend des risques excessifs. Le filet de sécurité du gouvernement augmente les problèmes d'aléa moral en poussant les banques à prendre plus de risques. Les banques ont tendance à prêter plus à des taux d'intérêt élevés parce que le rendement est important même si les prêts sont risqués. Si les prêts s'avèrent non performants et les banques réalisent des pertes considérables, c'est l'argent du contribuable qui va servir à protéger les dépositaires. Même dans les pays avec un secteur bancaire développé, la libéralisation financière a souvent conduit à une expansion du crédit et à une crise bancaire, comme le montre l'expérience du Japon et des États-Unis dans les années 1980 et 1990[203]. Avec le filet de sécurité du gouvernement, il est pratiquement inévitable qu'une séquence d'expansion du crédit soit suivie d'une récession économique.

Le rôle crucial de la réglementation prudentielle et de la supervision. La réglementation prudentielle et la supervision du système bancaire constituent une solution pour empêcher les banques de prendre des risques excessifs. Mais la réglementation et la supervision sont non compatibles avec la libéralisation financière. Par exemple, contrairement aux pays asiatiques qui ont souffert de la crise, Singapour, Hong Kong et Taïwan avaient une forte réglementation prudentielle et une surveillance adéquate du système bancaire. Ces pays n'ont pas beaucoup souffert de la crise de 1997[204]. Après la libéralisation financière, les superviseurs des banques n'avaient pas l'expertise ou les ressources supplémentaires nécessaires pour surveiller adéquatement les nouvelles activités de prêt des banques. Sans ce suivi, la prise de risque excessive par les banques ne pouvait pas être évitée. La détérioration des bilans et des actifs nets des banques peut encore s'aggraver si les régulateurs et les superviseurs pratiquent une réglementation indulgente qui permettra aux établissements financiers avec des problèmes graves de continuer à fonctionner. Cette pratique est courante dans les économies développées et émergentes; elle augmente considérablement les

[203] Krugman P., *« What Happened to Asia»,* MIT mimeo, January 1998.
[204] Demirguc-Kunt A. and Detragiarche E, *The determinants of Banking Crises: Evidence from developed and Developping Countries*, International Monetray Fund Working Paper 45, N°1, 1998, p.81-92.

problèmes d'aléa moral en incitant les banques à prendre encore plus de risques, étant donné que celles-ci savent « qu'elles n'ont plus rien à perdre »[205]. Si les prêts risqués s'avérèrent rentables, les banques deviennent de nouveau solvables. Si les prêts risqués s'avérèrent non performants, les banques réalisent des pertes considérables ce qui affaiblit davantage le système financier.

La libéralisation des capitaux étrangers. Le processus de la globalisation financière qui permet aux banques d'emprunter à l'étranger, aggrave la situation en cas de crises. Les banques paient des taux d'intérêt élevés pour attirer des capitaux étrangers et peuvent ainsi accroître rapidement leurs prêts. La capacité des banques domestiques d'attirer les capitaux étrangers est renforcée par la conviction des créanciers étrangers que ces banques domestiques seront protégées par un filet de sécurité - que ce soit de la part du gouvernement des pays émergents ou des organismes internationaux comme le FMI[206]. Les flux de capitaux sont également stimulés par les politiques gouvernementales qui maintiennent des taux de change indexés au dollar américain. Le volume des flux capitaux a été élevé au Mexique et en Asie du Sud Est, avec une moyenne de 5 à 14% pendant les trois années qui ont précédé la crise, et a constitué un facteur important dans l'expansion du crédit bancaire, en particulier dans la région de l'Asie-Pacifique[207]. Les flux de capitaux ont alimenté le boom des prêts qui a conduit les banques à prendre des risques excessifs. Ces risques ont causé des pertes importantes sur les prêts ainsi qu'une nouvelle détérioration du bilan des banques et d'autres institutions financières.

- ***Première étape: deuxième cause - des déséquilibres budgétaires non soutenables***

La deuxième voie par laquelle les économies émergentes connaissent une crise financière relève des déséquilibres budgétaires non soutenables causés par des déficits qui doivent être financés. La crise financière de 2001-2002 en Argentine constitue un exemple type, mais ce n'était pas le cas par exemple de la crise de la Russie de 1998, de l'Équateur en 1999 et de la Turquie en 2001[208]. Contrairement au Mexique et aux pays asiatiques, l'Argentine avait un système bancaire bien contrôlé et l'expansion du crédit n'a pas eu lieu avant la crise. Les banques étaient en bonne santé financière avant la crise, même si une

[205] Ibid, p.109.
[206] Mckinnon R. and Pill H., *Exchange Rates Regimes for Emerging Markets: Moral Hazard and International Overborrowing*, Oxford Review of Economic Policy 15, N°3, 1999, p.19-38.
[207] Folkerts-Landau D. et al., *« Effect of Capital Flows on the Domestic Financial Sector in APEC Developing Countries »,* In Khan M.S. and Reinhart C.M., *Capital Flows in the APEC Region*", IMF, Washington, 1995, p.31-57.
[208] Mishkin F.S., *« The Economics of Money, Banking and Financial markets*, edition Addison-wesley, Boston, 8th edition, 2007.

récession avait commencé en 1998. Cette récession a entraîné une baisse des recettes fiscales et un creusement de l'écart entre les dépenses et les recettes. Par la suite, les déséquilibres budgétaires ont été si importants que le gouvernement a eu des difficultés pour vendre ses obligations aux résidents nationaux et aux étrangers. Il a alors dû se tourner vers d'autres sources pour financer ses déficits.

Quand les gouvernements des pays émergents font face à des déséquilibres budgétaires importants et ne peuvent plus financer leur dette, ils vont souvent amadouer ou forcer les banques à acheter la dette publique. C'est exactement ce que le gouvernement argentin a fait pendant la crise financière en 2001. Lorsque les investisseurs ont perdu confiance dans la capacité du gouvernement à rembourser sa dette, ils ont vendu les obligations gouvernementales qu'ils détenaient, ce qui a causé une chute dans les prix de ces obligations. Les banques qui détenaient cette dette (les obligations) ont connu une baisse des actifs de leur bilan et de leurs actifs nets. La détérioration des bilans des banques a entraîné une réduction des prêts bancaires et a même conduit à une panique bancaire. Les déséquilibres budgétaires sévères ont affaibli le système bancaire. Les problèmes d'aléa moral et de sélection adverse se sont aggravés et ont provoqué une contraction de l'économie.

- ***Deuxième étape: les facteurs conduisant à la crise monétaire.***

La détérioration des bilans des banques résultant d'une libéralisation financière mal gérée qui se produit simultanément avec la mondialisation ou avec des déséquilibres budgétaires non soutenables, conduit à la crise financière. La détérioration des bilans des banques augmente l'incidence des problèmes d'aléa moral et de sélection adverse sur les marchés financiers bien avant que la crise ne se déclenche. Mais d'autres facteurs y contribuent aussi.

Augmentation des taux d'intérêt et de leurs effets sur les flux de trésorerie. Un autre facteur déclenchant dans certaines crises - par exemple la crise mexicaine - est l'augmentation des taux d'intérêt qui ne provient pas de sources domestiques, mais des événements étrangers comme par exemple un resserrement de la politique monétaire américaine. Lorsque les taux d'intérêt augmentent, les entreprises qui ont de crédits à faibles risques (parce qu'elles ont investi ces crédits dans des projets prudents) n'ont plus les moyens de couvrir les paiements d'intérêt élevés. Par ailleurs, les entreprises avec des investissements spéculatifs vont continuer à prendre des prêts, parce que si leurs investissements s'avèrent rentables ils vont

réaliser des profits suffisant pour payer les taux d'intérêt élevés[209]. D'un autre coté, les banques et les autres prêteurs vont devenir réticents parce que les entreprises qui cherchent des prêts sont susceptibles d'avoir des crédits très risqués. Par conséquent, quand les taux d'intérêt augmentent, les problèmes de sélection adverse augmentent sur les marchés financiers et les prêteurs deviennent réticents. Une forte augmentation des taux d'intérêt peut alors conduire à une forte baisse de l'offre de prêts qui à son tour peut conduire à une baisse substantielle des investissements et à une contraction de l'activité économique globale[210].

Si une entreprise est en train d'emprunter, une augmentation des taux d'intérêt va également conduire à une augmentation des paiements d'intérêt et à une baisse des flux de trésorerie de l'entreprise: la différence entre les recettes et les dépenses qu'elle devrait payer pour couvrir les coûts, y compris le coût de ses emprunts. Si l'entreprise a suffisamment de capitaux propres, elle peut auto financer ses projets. Dans le cas contraire, l'entreprise doit lever des fonds auprès d'une source externe, par exemple une banque qui souvent ne connaît pas l'entreprise aussi bien que ses propriétaires et ses gestionnaires la connaissent. La banque ne peut pas être sûre que l'entreprise va investir dans des projets sécurisés ni si elle va prendre de gros risques et donc être incapable de rembourser le prêt. Ainsi, les entreprises à faible risque augmentent les problèmes de sélection adverse (seules les entreprises à faible risque seront activement à la recherche de prêts) et d'aléa moral (une fois que l'entreprise à faible risque obtient un prêt, elle est susceptible de prendre plus de risques afin de réaliser un rendement plus élevé de son investissement, car elle ne pourra pas supporter la totalité des coûts si le projet s'avère non profitable). En raison de cette augmentation des problèmes de sélection adverse et d'aléa moral, la banque peut décider de ne pas prêter aux entreprises à faibles risques. Lorsque les flux de la trésorerie baissent à la suite d'une augmentation des taux d'intérêt, les problèmes d'aléa moral et de sélection adverse deviennent plus graves, limitant ainsi les prêts et les investissements[211].

Augmentation de l'incertitude et déclin des prêts. Quand une entreprise importante fait faillite, ou quand l'économie est en récession ou encore que le système politique est en désordre, l'incertitude augmente quant à la rentabilité des projets d'investissements. L'incertitude s'est accrue en Thaïlande et en Corée du Sud quand les entreprises financières et non financières ont échoué juste avant que la crise ne se déclenche. Elle s'est également

[209] Stiglitz J. and Weiss A., *Credit Rationing in Markets with Imperfection Information*, American Economic Review 71, 1981, p.393-410.
[210] Mankiw N.G., "*The allocation of Credit and Financial Collapse*, Quarterly Jounal of Economics 101, 1998, p.455-470.
[211] Fazarri S.M. et al., *« Financial Constraints and Corporate Investment: New Evidence on Financing constraints*, Brooking Paper on Economic Activity 1, 1998, p.141-195.

accrue au Mexique en 1994 lorsque Luis Donaldo Colosio – le candidat à la présidentielle du parti politique au pouvoir- a été assassiné. Quand l'incertitude augmente, il devient difficile pour les prêteurs de distinguer les crédits à faible risque des crédits très risqués et de surveiller les activités des entreprises auxquelles ils ont accordé des prêts. Les prêteurs deviennent réticents et les prêts baissent ainsi que l'investissement et l'activité économique globale.

La baisse des prix des actifs financiers et des actifs nets. La baisse des prix des actifs financiers - qu'il s'agisse des actions, de l'immobilier, ou d'autres types d'actifs - causeront une baisse des actifs nets des entreprises. Lorsque les marchés boursiers s'effondrent, les cours des actions des entreprises baissent par exemple. Si l'on admet que les prix des actions reflètent la valeur d'une société, un krak boursier signifie que les actifs nets de la plupart des sociétés ont baissé. Les actifs dans une entreprise jouent un rôle similaire à la garantie, car ils peuvent être saisis par le prêteur lorsque l'entreprise devient insolvable. Lorsque les prêteurs sont moins bien protégés contre les conséquences des problèmes de sélection adverse, ils réduisent leurs prêts non seulement aux entreprises très risquées mais aussi aux entreprises à faible risque dont la valeur des actifs nets a diminué. Par conséquent, l'investissement et la production globale diminuent[212]. L'augmentation des problèmes d'aléa moral donne aux prêteurs une autre raison de ne pas prêter. C'est une autre voie par laquelle l'effondrement des prix des actifs conduit à une diminution des prêts et à une réduction de l'activité économique.

Des taux d'intérêt élevés augmentent l'incertitude, et les kraks boursiers se déclenchent peu avant et contribuent à la crise. Ce fut le cas au Mexique, en Thaïlande et en Corée du Sud. Les kraks boursiers en Malaisie, en Indonésie et aux Philippines ont eu lieu simultanément avec l'éclatement de la crise de 1997. Tous ces facteurs ont augmenté les problèmes de l''information asymétrique: il était plus difficile aux prêteurs de distinguer les emprunteurs à faibles risques des emprunteurs à risque élevé; les emprunteurs ont été incités à faire des investissements risqués car ils n'avaient plus rien à perdre si leurs investissements s'avéraient non profitables étant donné la baisse de leurs actifs nets. L'augmentation des taux d'intérêt et de l'incertitude, les kraks boursiers et la détérioration des bilans des banques ont aggravé les problèmes d'aléa moral et de sélection adverse ainsi que la crise financière dans ces pays.

- ***Troisième étape: les crises monétaires***

Quand tous les facteurs cités ci-dessus sont réunis les acteurs du marché (fonds de pension, fonds d'investissements, compagnies d'assurance, hedge funds, etc.) se rendent

[212] Bernanke B.S. and Gertler M., *Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations*, Brooking Paper on Economic Activity 3, 1999, p.14-31.

compte qu'ils peuvent réaliser d'énormes profits s'ils parient sur la dépréciation d'une monnaie. Par exemple, les monnaies qui sont indexées sur le dollar américain deviennent l'objet d'une attaque spéculative quand les spéculateurs se livrent à une vente massive de ces monnaies. L'offre de la monnaie nationale dépasse alors la demande, la valeur de la monnaie s'effondre et la crise monétaire se déclenche. Bien que les taux d'intérêt élevés à l'étranger augmentent l'incertitude et bien que la baisse des prix des actifs financiers joue un rôle, la détérioration de bilans des banques et les déséquilibres budgétaires non soutenables sont les deux principaux facteurs qui déclenchent les attaques spéculatives et qui pousse le pays vers une crise monétaire ou une crise financière.

Comment la détérioration des bilans des banques déclenche une crise monétaire. Lorsque les banques et les autres institutions financières sont en difficulté, il n'est pas facile pour les gouvernements de défendre leur monnaie en augmentant les taux d'intérêt. Quand le système bancaire est en difficulté, le gouvernement et la Banque Centrale font face à un dilemme: s'ils augmentent les taux d'intérêt ils vont causer la faillite des banques déjà affaiblies, s'ils n'augmentent pas les taux d'intérêt ils deviennent incapables de maintenir la valeur de leur monnaie. Une fois que les spéculateurs apprennent les troubles du secteur financier dans un pays et réalisent que la capacité du gouvernement à défendre la monnaie est limitée, ils savent que la monnaie va se déprécier. Les spéculateurs commencent alors à vendre la monnaie et réalisent des profits. Ces ventes impliquent un quasi épuisement des réserves de change du pays parce que la Banque Centrale va acheter la monnaie locale afin d'empêcher une dévaluation de cette dernière. Une fois que la Banque Centrale du pays a épuisé ses réserves de change elle n'a plus les ressources nécessaires pour intervenir sur le marché de change et doit laisser la valeur de la monnaie se dévaluer.

Même si la Banque Centrale du Mexique est intervenue sur le marché des changes et a augmenté le taux d'intérêt elle n'a pas été en mesure de contenir l'attaque spéculative et a été forcée de dévaluer le peso le 20 Décembre 1994. En Thaïlande, trois événements ont abouti à une attaque spéculative qui a forcé la Banque Centrale de Thaïlande à dévaluer le baht en Juillet 1997: le déficit budgétaire, la faiblesse du secteur financier et la faillite d'une grande société de financement «Finance One». Peu de temps après la dévaluation du baht, les attaques spéculatives ont ciblé les autres monnaies de la région ce qui a conduit à l'effondrement du peso philippin, de la roupiah indonésienne, du ringgit malaisien et du won sud-coréen.

Comment les déséquilibres budgétaires non soutenables déclenchent les crises monétaires. Nous avons vu que les déséquilibres budgétaires importants, comme en Argentine, peuvent conduire à une détérioration des bilans des banques et au déclenchement d'une crise monétaire. Les déséquilibres budgétaires peuvent aussi déclencher directement une crise monétaire[213]. Quand les déficits budgétaires du gouvernement deviennent incontrôlables, les investisseurs étrangers et nationaux commencent à s'inquiéter quant à la capacité du gouvernement de rembourser sa dette publique. Ils vont donc retirer leurs capitaux du pays et vendre la monnaie nationale. La reconnaissance du fait que la situation fiscale est incontrôlable va se traduire par une attaque spéculative contre la monnaie qui va finalement aboutir à son effondrement, comme ce fut le cas en Argentine le 6 Janvier 2002.

Les crises monétaires et les fluctuations des prix des actifs financiers. La plupart des crises monétaires sont initiées par des fondamentaux économiques faibles: une réglementation et une supervision inadéquates du système bancaire ou des déséquilibres budgétaires importants. Cependant les prix des actifs financiers subissent d'énormes variations qui sont souvent difficiles à expliquer. Les attaques spéculatives qui déclenchent les crises monétaires peuvent se produire spontanément, même dans une économie solide. Les bulles spéculatives de l'immobilier et des marchés boursiers apparaissent également fréquemment, et quand elles éclatent elles peuvent aussi conduire à l'instabilité financière. Des fondamentaux économiques adéquats ne peuvent pas épargner une crise financière. Par ailleurs, les politiques visant à améliorer la réglementation prudentielle et la supervision et à promouvoir une politique budgétaire solide peuvent contribuer à réduire sensiblement la vulnérabilité d'une économie aux crises monétaires et financières.

- ***Dernière étape: la crise monétaire déclenche une crise financière à part entière***

L'une des principales caractéristiques qui distinguent les économies émergentes des économies développées est la structure de leurs dettes. Dans les économies développées, l'inflation est modérée et la dette est généralement à long terme avec des taux d'intérêt fixes. En revanche, les pays émergents ont connu des taux d'inflation très élevés et variables dans le passé, avec de larges fluctuations de la valeur de leurs monnaies nationales. La dette est à court terme afin de réduire au minimum le risque inflationniste. Dans de nombreuses économies émergentes, par exemple, presque tous les prêts bancaires sont à court terme, à

[213] Burnside C. et al., *« On the Fiscal Implications of Twin Crises »*, NBER Working Paper 8277, May 2001.

taux variable qui sont ajustés sur une base mensuelle voir parfois sur une base journalière[214]. En outre, en raison de la probabilité élevée d'une dévaluation de la valeur de leur monnaie, de nombreuses entreprises non financières, les banques et les gouvernements des pays émergents trouvent qu'il est plus facile d'émettre des emprunts libellés en devises étrangères, souvent en dollar américain. Ainsi, un fabricant de chaussures au Mexique par exemple, pourrait avoir besoin d'emprunter 100 millions de pesos, mais parce que la banque n'est pas sûr ce que la valeur du peso sera l'année prochaine, elle préfère accorder au fabricant de chaussures le même montant mais en dollars américains, soit 10 millions de dollars si le taux de change est de 10 pesos pour un dollar. Ce phénomène est appelé la dollarisation de la dette[215].

Lorsque la dette est libellée en devises étrangères (en dollar américain par exemple) et qu'une dépréciation ou une dévaluation imprévue de la monnaie nationale (peso par exemple) se produit, le fardeau de la dette des entreprises locales en monnaie nationale va augmenter car l'entreprise aura besoin de plus pesos pour rembourser la dette dollarisée. Étant donné que les biens et les services produits par la plupart des entreprises sont facturés en monnaie nationale, les actifs des entreprises n'augmentent pas, alors que la valeur de la dette dollarisée augmente. La dépréciation de la monnaie nationale augmente la valeur de la dette par rapport aux actifs, et les actifs nets des entreprises baissent. La baisse de la valeur des actifs nets va augmenter les problèmes de sélection adverse et d'aléa moral, ce qui conduit à son tour à une baisse des investissements et de l'activité économique.

Si la dépréciation sur un marché émergent dans le cadre d'un régime de change flottant cause une fragilité financière, la dépréciation sur un marché émergent dans le cadre d'un régime de change fixe provoque une véritable crise financière. Dans le cadre d'un régime de change fixe, lorsqu'une attaque spéculative se produit, la dévaluation de la monnaie nationale est beaucoup plus importante et plus rapide que lorsque l'attaque spéculative se produit dans le cadre d'un régime de change flottant. Par exemple, pendant la crise mexicaine de 1994-1995, la valeur du peso a chuté de presque la moitié en quelques mois seulement, alors que pendant la crise asiatique de 1997, l'Indonésie a vu sa monnaie baisser de 75% entre 1997 et 1998[216]. En outre, un régime de change fixe encourage la dollarisation de la dette, ce qui rend le système financier plus vulnérable lorsque la dépréciation se produit: les entreprises domestiques sont plus susceptibles d'emprunter en dollars parce que l'engagement des

---

[214] Eichengreen B. and Hausmann R., *Exchange Rates and Financial Fragility*, edition University of Chicago Press, Chicago, 1999, p.329-268.
[215] Golstein M. and Turner P., *Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets*, Institute for International Economics, Washington, 2004.
[216] Voir p. XXXX sur la devaluation de la roupiah indonésienne.

gouvernements pour prévenir une baisse de la valeur de la monnaie nationale réduit leurs risques. Avec la garantie que la valeur de la monnaie locale restera fixe par rapport au dollar, les entreprises nationales n'ont pas à craindre une dépréciation de la monnaie locale[217].

Pour voir comment une crise monétaire peut détériorer les bilans et provoquer une crise financière, nous allons voir brièvement ce qui s'est passé en Indonésie après la crise monétaire de 1997. La valeur de la roupiah a chuté de 75% et la dette libellée en dollar est devenue 4 fois plus chère en termes de roupies. Dans cette situation, presque toutes les entreprises indonésiennes avec une quantité importante de dette libellée en dollar américain sont devenues insolvables. Les problèmes d'aléa moral et de sélection adverse étaient si sévères que - même si l'entreprise indonésienne avait un bilan excédentaire, avait été bien géré et présentait de superbes possibilités d'investissement – aucune banque ou institutions ne lui aurait accordé de nouveaux prêts. Les investissements et la consommation se sont effondré tout comme l'ensemble de l'économie: la production a baissé de plus de 10% en 1998 et le pourcentage de la population vivant sous le seuil de la pauvreté a quasi doublé[218].

Pour les entreprises qui exportent une grande partie de leur production - les prix étant en général fixés en monnaie étrangère - l'impact de la dépréciation de la monnaie sur le bilan est beaucoup moins grave. La dépréciation entraîne une augmentation des prix des biens et des services à exporter, augmentant ainsi la valeur des actifs en monnaie nationale. L'augmentation de la valeur des actifs contribue à compenser l'augmentation de la valeur de la dette de l'exportateur. Donc, lorsque le secteur de l'exportation dans une économie émergente est important, les conséquences d'une dévaluation de la monnaie sur les bilans des entreprises et sur l'ensemble de l'économie seront moins sévères[219].

Nous allons maintenant voir comment les structures institutionnelles des marchés de la dette dans les pays émergents, telles que le FMI et la banque mondiale[220], interagissent avec la dévaluation de la monnaie afin de propulser l'économie en pleine crise financière, produisant ce que les économistes appellent souvent «twin crises»: c'est-à-dire une crise monétaire

---

[217] Levy-Yeyati E., *« Financial Dollarization : Where Do We stand »*, NBER Working Paper 9830, December 2003.

[218] Suryahadi A. et al., *« The Evolution of Poverty in Indonesia, 1996-1998*, NBER Working Paper 9800, September 2000.

[219] Calvo G., and Reinhart C. "*When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options,* edition University of Maryland, Department of Economics and School of Public Affairs, Baltimore, June 1999.

[220] Le rôle joué par ces institutions dans les pays asiatiques sera développé plus en détail dans la deuxième partie de ce travail.

simultanée avec une crise financière[221]. Etant donné que de nombreuses entreprises dans ces pays ont une dette libellée en devises comme le dollar américain ou le yen, la dépréciation de leur monnaie a entraîné une augmentation de leur endettement en monnaie nationale, même si la valeur de leurs actifs est restée inchangée. Lorsque le peso mexicain a perdu la moitié de sa valeur en mars 1995, et lorsque les monnaies Thaïlandaise, Philippines, Malaise et Coréenne ont perdu 30 à 50% de leur valeur au début de 1998, les bilans des entreprises sont devenus déficitaires, entraînant une augmentation spectaculaire des problèmes de sélection adverse et d'aléa moral. Ce choc a été particulièrement sévère en Indonésie, qui a vu sa monnaie chuter de plus de 75%, avec pour conséquence l'insolvabilité de presque toutes les entreprises avec des montants substantiels de la dette libellée en devises étrangères.

Si une économie est presque entièrement dollarisée, et si la plupart de ses dettes sont libellées en dollars - comme ce fut le cas en Argentine avant la crise de 2001 - la détérioration des bilans des entreprises est presque totale et la dévaluation de la monnaie est catastrophique. À la suite de la crise, l'Argentine est entrée dans la pire récession économique de son histoire. Entre 2001 et 2002, le taux de chômage a grimpé jusqu'à 20%.

L'effondrement d'une monnaie peut également conduire à une augmentation de l'inflation. Les Banques Centrales dans la plupart des économies émergentes sont peu crédibles en matière de lutte contre l'inflation. Ainsi, une forte dépréciation de la monnaie à la suite d'une crise monétaire conduit à une augmentation des prix à l'importation, ce qui entraîne une augmentation spectaculaire de l'inflation réelle et future. C'est ce qui s'est passé au Mexique et en Indonésie où le taux annuel d'inflation a grimpé à plus de 50% après la crise monétaire. L'augmentation de l'inflation après les crises monétaires au Mexique et en Indonésie a conduit à une forte augmentation des taux d'intérêt. L'augmentation des paiements d'intérêts a causé des réductions des flux de trésorerie des entreprises, ce qui a conduit ensuite à l'augmentation des problèmes liés à l'information asymétrique, puisque les entreprises étaient dépendantes des capitaux étrangers pour financer leurs investissements.

Comme le montre la figure 3, une nouvelle détérioration de l'économie a eu lieu parce que l'effondrement de l'activité économique, la détérioration des flux de trésorerie, des bilans des entreprises et des ménages signifie que beaucoup d'entre eux n'étaient plus en mesure de payer leurs dettes, entraînant ainsi des pertes importantes pour les banques. Une forte augmentation des taux d'intérêt a également eu un effet négatif sur la rentabilité des banques

[221] Kaminsky G.L. and Reinhart C.M., "*The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems*", in Takatoshi Ito and Krueger Anne, "*Regional and Global Capital Flows: Macroeconomic Causes and consequences*", University of Chicago Press, Chicago 2002, p.373-400.

et sur leurs bilans. L'augmentation de la dette des banques libellée en devises étrangère à la suite de la dévaluation a été encore plus problématique.

La détérioration des bilans des banques concernait les actifs et les passifs: la valeur de leurs actifs a baissé étant donné que la valeur de leurs passifs a augmenté[222]. De plus une grande partie de la dette des banques était libellée en devises et à court terme; la forte augmentation de la valeur de la dette a causé des problèmes immédiats dans les banques parce que cette dette devait être remboursée rapidement.

Dans ces circonstances, le système bancaire va souffrir d'une panique bancaire et s'effondrer en l'absence d'un filet de sécurité du gouvernement. Dans de nombreux cas, cependant, le FMI va aider les pays émergents en fournissant des prêts aux gouvernements qui vont servir à protéger les déposants et éviter une panique bancaire. Toutefois, compte tenu de la perte du capital bancaire et de la nécessité d'une intervention du gouvernement pour soutenir les banques, même avec l'aide du FMI la capacité des banques à prêter est fortement réduite. Une crise bancaire qui ne se développe pas en une panique entrave la capacité des banques à prêter et aggrave les problèmes de sélection adverse et d'aléa moral sur les marchés financiers, parce que les banques ne sont plus capables de jouer leur rôle d'intermédiation financière. La crise bancaire et les autres facteurs qui augmentent les problèmes de sélection adverse et d'aléa moral expliquent l'effondrement du crédit et de l'activité économique dans le sillage de la crise.

3.2 - Les flux de capitaux étrangers et les crises monétaires

La globalisation financière s'est accélérée de façon spectaculaire dans les années 1990. En particulier, un petit nombre de ce qu'on appelle les pays émergents est devenu une destination majeure des mouvements internationaux de capitaux. Parmi les moteurs les plus importants de cette globalisation, on trouve la croissance économique rapide dans certains pays émergents, en particulier en Asie du Sud-est et en Amérique latine, la libéralisation financière dans ces pays. Bien qu'un certain nombre d'avantages découlent de la libre circulation des capitaux, un inconvénient majeur apparaît: une limitation sévère des choix en matière de politiques macroéconomiques. Avec la libre circulation du capital international, l'adoption d'un régime de change fixe conduit à une égalisation des taux d'intérêt et donc à une perte d'autonomie de la politique monétaire. Si un pays est disposé à laisser flotter sa monnaie, il peut utiliser les instruments de la politique monétaire. Cette relation est connue

[222] Dornbusch R., *« Currency Crises and Collapses »,* Brookings Papers on Economic Activity 1999, p.209-293.

comme le « triangle impossible», qui stipule que, sur les trois options de politique, un pays peut choisir deux, et seulement deux[223]:

1. une mobilité parfaite des capitaux ;
2. un régime de change fixe ;
3. une politique monétaire autonome.

Si un pays libéralise le mouvement des capitaux et dans le même temps, essaie de maintenir un taux de change fixe - comme ce fut le cas de nombreux pays d'Asie du Sud-est au début des années 1990 - la politique monétaire ne peut plus être utilisé comme un instrument de politique économique. Avant les crises asiatiques cela semblait ne pas être un problème parce que les taux d'intérêt étaient faibles. En outre, ces économies étaient en pleine expansion et les soldes budgétaires étaient excédentaires. Par conséquent, la politique budgétaire pouvait être utilisée en cas de besoin. Toutefois, en 1997, les marchés financiers ont conclu que la Thaïlande n'était plus en mesure de maintenir le taux de change fixe du Baht par rapport au dollar américain et devrait dévaluer sa monnaie. Dans le contexte de la libre circulation des capitaux, cette dévaluation nécessitait une augmentation des taux d'intérêt thaïlandais, afin d'empêcher la fuite des capitaux et la pression à la baisse sur le Baht[224].

La Banque Centrale de Thaïlande a donc dû vendre ses réserves de change afin de stabiliser le baht, ce qui a conduit à une contraction monétaire et à une augmentation des taux d'intérêt. L'alternative aurait été de dévaluer le Baht, répondant ainsi aux attentes des acteurs du marché tout en permettant taux d'intérêt de revenir à leur niveau habituel c'est-à-dire la norme internationale. Cependant, le choix des décideurs politiques thaïlandais était difficile: des taux d'intérêt élevés sont dangereux pour le développement économique, non seulement parce qu'ils réduisent l'activité économique en limitant les dépenses, mais aussi parce qu'ils augmentent les paiements des taux d'intérêt des entreprises thaïlandaises très endettées. Vu que de nombreuses entreprises, en particulier les banques, étaient fortement endettées en devises, la dévaluation ne semblait pas être la meilleure alternative. Une dévaluation du baht aurait conduit à une détérioration massive des bilans du secteur privé, les poussant ainsi à la faillite. Compte tenu de cette situation, les autorités thaïlandaises ont essayé de se «débrouiller» après l'éclatement de la crise financière le 2 Juillet 1997. Néanmoins, étant donné la situation, ils ont été incapables d'arrêter le ralentissement économique. La crise s'est ancrée davantage et propagée à d'autres pays de la région.

---

[223] Sander H., Kleimeier S., *Contagion and Causality: An Empirical Investigation of Four Asian Crisis Episodes*, in: Journal of International Financial Markets, Institutions and Money N° 13, 2003, p.171-186.
[224] Sander H., Kleimeier S., 2003, op. cité.

L'expérience de l'Asie a montré que le coût économique et social des crises financières peut facilement l'emporter sur les avantages de la libre circulation des capitaux. Mais quelle est la probabilité des crises monétaires et à quel point sont-elles liées aux problèmes fondamentaux dans l'économie? Traditionnellement, les crises monétaires ont été considérées comme le reflet des mauvaises politiques macroéconomiques - des déficits budgétaires excessifs du gouvernement, une forte inflation et une surévaluation des taux de change.

3.3 - La séquence de la libéralisation financière et les mesures adoptés afin de réduire les déséquilibres monétaires.

Comme on l'a déjà vu, la vulnérabilité des pays émergents est fortement dépendante de la présence d'un grand stock de dette libellée en devises. La différence fondamentale qui existe entre pays développés et les pays en développement réside dans le fait que ces derniers ne sont pas en mesure d'emprunter en monnaie nationale sur les marchés financiers internationaux. Une conséquence directe est que, à la lumière des modèles de troisième génération, ces pays sont relativement plus vulnérables aux crises monétaires et ont de bonnes raisons d'avoir «peur du flottement de la monnaie».

Afin de réduire la vulnérabilité face aux crises, il est probablement plus important de limiter les afflux de capital plutôt que les fuites des capitaux. La séquence de la libéralisation financière a trois dimensions: tout d'abord la séquence de la libéralisation des flux de capitaux est-elle pertinente, deuxièmement il est important de voir comment la libéralisation du commerce et des flux de capitaux est séquencée, et enfin la question de la façon de contrôler les capitaux au cours du processus de libéralisation doit également retenir l'attention. En ce qui concerne la première dimension, il est clair que le commerce et les autres transactions du compte financier devraient être libéralisés avant la libéralisation des mouvements transfrontaliers des capitaux. Autrement, les capitaux pourraient à terme affluer dans des industries de substitution aux importations et causer un ralentissement de la croissance. En outre, la libéralisation financière ne devrait avoir lieu qu'après la réalisation de certaines réformes des marchés financiers. Par exemple, l'annulation du plafond des taux d'intérêt des dépôts afin d'éviter une fuite massive des capitaux (pour éviter les erreurs commises en Amérique latine dans les années 1970) et la suppression des garanties implicites du gouvernement pour les banques qui peuvent induire des emprunts offshore à risque en quantité excessive (afin d'éviter les erreurs commises en Asie dans les années 1990).

En ce qui concerne la séquence de la libéralisation financière, un pays doit commencer par libéraliser les investissements directs étrangers (IDE) parce que les IDE sont la source la plus stable de capitaux et contribuent à la croissance économique. Les capitaux devraient être libéralisés avant les emprunts offshore des banques, d'autant plus que les emprunts offshore on montré qu'ils pouvaient être très dangereux car ils sont très souvent à court terme et à des taux d'intérêt variables. De plus, ils ont été utilisés pour prêter sur le marché domestique en monnaie nationale, ce qui a conduit à un déséquilibre monétaire et à une vulnérabilité accrue dans le secteur bancaire national[225].

Les mesures destinées à réduire les déséquilibres monétaires sont mises en place afin de faire face au problème de la « peur du flottement de la monnaie». On distingue trois catégories[226]:

- des mesures spéciales pour réduire les déséquilibres monétaires;
- des mesures visant à renforcer la stabilité de la monnaie nationale afin d'éviter l'inflation en vue de favoriser une relation financière à long terme en monnaie nationale;
- des mesures visant à créer et développer un véritable marché intérieur de capitaux.

En ce qui concerne la première catégorie, Goldstein[227] a proposé un programme « administré de flottement » qui préconise l'introduction de « mesures énergiques pour réduire les déséquilibres monétaires ». Ces mesures doivent être conçues de manière à décourager les banques domestiques de prendre des risques de change. Il est clair que les déséquilibres monétaires proviennent souvent d'un manque de confiance dans la monnaie nationale. Dans ce cas, il semble que l'objectif d'un taux d'inflation crédible peut jouer un rôle important dans le maintien d'une valeur crédible de la monnaie nationale. Néanmoins, pour certains pays ayant un taux d'inflation à long terme assez important, cet objectif pourrait s'avérer impossible à atteindre vu que la politique monétaire a déjà peut-être perdu sa crédibilité. Enfin, et en particulier à la suite de la crise asiatique, on peut constater que de nombreux pays en développement ont développé leurs propres marchés de capitaux. Le FMI[228] indique que «... la plupart des marchés émergents ont adopté des mesures – ou 'des politiques d'auto-assurance'- afin de réduire leur dépendance à l'égard de l'emprunt

---

[225] Eichengreen B., *Capital Flows and Crises*, edition Cambridge University Press, Cambridge, 2003.
[226] De La Torre A., Yeyati E.L., Schmuckler S.L., *Financial Globalization: Unequal Blessings*, International Finance N°5, 2002, p. 335-357.
[227] Goldstein M., "Managed Floating Plus", in De la Torre et al. 2002, p.335-357.
[228] IMF, *Global Financial Stability Report*, edition International Monetray Fund, Washington DC, September, 2003, p.110 -111.

international ... Ces mesures sont axées sur … le développement du marchés des obligations et des produits dérivés domestiques afin de fournir une source alternative de financement pour les secteurs public et privé et de faciliter la gestion des risques financiers associés à des périodes de forte volatilité des prix des actifs financiers ». Certaines mesures importantes au développement des marchés nationaux de capitaux sont les suivantes:

- Un financement public à long terme afin de développer des marchés obligataires;
- L'indexation des contrats financiers afin de stimuler le crédit à long terme en monnaie nationale;
- La facilitation des IDE. Les investissements étrangers directs peuvent jouer un rôle important dans le développement des marchés financiers nationaux;
- La facilitation des IDE dans le secteur financier. Les investissements étrangers directs dans le secteur financier peuvent jouer un rôle positif dans le développement de ce secteur;
- L'intégration régionale de la monnaie et du marché financier. Etant donné que la taille relative de l'économie par rapport au système financier constitue un facteur déterminant dans la réduction de l'emprunt en devise étrangère, une intégration régionale de la monnaie et du marché financier peuvent jouent un rôle important pour surmonter les déséquilibres monétaires.

3.4 - Les avantages et les dangers de la globalisation financière

Il existe plusieurs aspects positifs de l'intégration accrue des pays dans l'économie mondiale. L'accès des pays en développements au financement extérieur a augmenté. Une part croissante de ce financement est constituée d'investissements directs étrangers qui sont considérés comme stables et rentables dans l'avenir. De plus, les IDE sont liés aux nouvelles technologies qui augmentent la productivité et la compétitivité des pays en développement. Selon Maxfield (1999)[229], suivant la vision dominante dans les institutions financières anglo-saxonne, le rôle croissant des marchés des capitaux est peut être plus compatible avec la démocratie et la transparence des gouvernements. Maxfield indique que les marchés de capitaux peuvent réellement contribuer à la démocratie par le démantèlement des entreprises oligopolistiques dans les pays en développement et que la demande d'informations

[229] Maxfield Sylvia, *"Financial Reform and Market Democracy in East Asia and Latin America*, paper presented at National Endowment for Democracy conference on State, Market, and Democracy in East Asia and Latin America, Santiago, 1999, In Rodrik Dani, "*The New Global Economy and Developing Countries: Making Openness Work*, edition Overseas Development Council, Washington, 1999, p.19.

supplémentaires de la part des investisseurs étrangers et du FMI peut augmenter la transparence dans les secteurs publics et privés. Cependant, la crise sur le marché américain des prêts hypothécaires à risques («subprimes») montre le manque de transparence du secteur financier américain. Nous allons examiner les opportunités potentielles créées par la globalisation pour l'emprunteur et pour l'investisseur.

Les perspectives de l'emprunteur

L'accès à une offre globale de l'épargne réduit le coût de l'emprunt. Dans une certaine mesure, le coût de l'emprunt (taux d'intérêt) dépend de la quantité de l'épargne disponible dans la banque. La loi de l'offre et la demande nous dit que lorsque l'offre de l'épargne est élevée, le taux d'intérêt est faible. Le contraire (peu d'épargne = taux d'intérêt plus élevé) est également vrai. Cela signifie que les emprunteurs dans les pays à faible taux d'épargne doivent payer des taux d'intérêt plus élevés sur les prêts. L'une des promesses de la globalisation financière est qu'elle donne à ces emprunteurs accès aux fonds en provenance de pays avec des taux d'épargne plus élevés.

La globalisation financière offre à l'emprunteur un accès aux produits et services plus sophistiqués. En ayant accès à l'épargne mondiale, plutôt que seulement à celle de son pays, un emprunteur accède également à l'incroyable complexité des centres financiers mondiaux. A titre d'exemple, une entreprise au Costa Rica qui veut financer la construction d'une nouvelle usine voudrait acquérir l'argent dont elle a besoin au coût le moins élevé. Les institutions financières à New York, Londres, Berlin, Singapour et Tokyo seront probablement capables de satisfaire les besoins spécifiques de l'entreprise, que ce soit par la gestion des risques, une offre plus large d'instruments financiers ou la négociation entre les prêteurs potentiels. Ainsi, la société costaricienne a accès non seulement à un financement moins cher, mais elle pourrait également avoir l'accès à de meilleurs types de financement.

Indirectement, la mondialisation va augmenter la sophistication et l'efficacité des marchés financiers nationaux. Les emprunteurs vont également bénéficier indirectement de la globalisation financière. Si les emprunteurs accèdent aux capitaux plus sophistiqués et moins coûteux à l'étranger, les institutions financières et la structure réglementaire dans les pays d'origine de l'emprunteur doivent subir une réforme dans le but de rivaliser avec les acteurs mondiaux. Cela profite à l'économie du pays d'accueil par le biais de transactions plus efficaces entre les épargnants et les emprunteurs - ce que les économistes appellent « l'intermédiation financière ». En fin de compte, les responsables politiques espèrent que

l'amélioration des marchés financiers nationaux conduira à une croissance économique soutenue et une augmentation du niveau de vie.

Les perspectives des investisseurs.

Les emprunteurs ne sont pas les seuls bénéficiaires de la globalisation financière. L'épargnant ou l'investisseur, en bénéficie aussi. Rappelons que l'emprunteur dans le pays A, qui a un faible taux d'épargne et par conséquent des taux d'intérêt élevés, peut acquérir des capitaux à un coût moins élevé du pays B qui a un taux d'épargne relativement élevé. Un investisseur dans le pays B est lié par ces mêmes taux d'intérêt relativement faibles dans son pays. Si l'investisseur prête son argent à un emprunteur dans le pays B, cet investisseur ne sera pas en mesure de facturer le taux du marché pour l'utilisation de son épargne. S'il facture plus, l'emprunteur peut très facilement passer à un autre investisseur et acquérir le capital à un taux d'intérêt moins élevé. Toutefois, si l'investisseurs du pays B peut mettre ses fonds à la disposition de l'emprunteur dans le pays A, où les taux d'intérêt sont plus élevés, il pourra facturer le taux du marché A. Cela profite à l'investisseur de trois façons:

- *La mondialisation globalisation donne aux investisseurs l'accès à des investissements à rendements plus élevés.* La globalisation financière offre à l'investisseur un accès à des emprunteurs dans le monde entier, ce qui signifie plus de clients et éventuellement des rendements et des bénéfices plus élevés. Les emprunteurs des pays à faible taux d'épargne peuvent constituer des investissements à risque et à rendement très élevés que de nombreux investisseurs recherchent. Les investisseurs peuvent placer leur argent dans des obligations et attendre un retour de 6 à 8% sur ces investissements. Mais de nombreux investisseurs vont arbitrer entre les investissements à faible risque et rendement et les investissements à risque et rendement élevés. Ainsi, la mondialisation offre à l'investisseur l'opportunité de choisir parmi un plus grand nombre de placements à rendement élevé.
- *La globalisation financière contribue à réduire les risques d'investissements, tels que les «risque pays» et le « risque de change ».* L'évaluation des risques est une étape essentielle de toute décision d'investissement. Le risque lié à l'investissement - la possibilité que l'investisseur ne réalise pas un bon retour sur son investissement voire réalisera des pertes - va déterminer le prix que l'investisseur va facturer sur l'utilisation de ses fonds. Quand un investisseur détient des types différents de placements - un portefeuille - il essaye de gérer les risques associés aux investissements et les risques associés au portefeuille dans son ensemble. Un risque

particulier de portefeuille s'appelle «risque pays ». Si un investisseur a investi tout son argent dans les Etats-Unis par exemple, un ralentissement de l'économie américaine pourrait causer des problèmes à l'ensemble de son portefeuille. Un investisseur prudent sera probablement tenté à investir en Europe, en Asie, et en Amérique latine afin de compenser les pertes des investissements américains. La globalisation financière rend l'accès à ces marchés et la gestion de ce risque plus facile. Une autre catégorie de risque qui peut être mieux gérée par la globalisation financière s'appelle le « risque de change ». Si un investisseur a tous ses placements libellés en yen, une baisse de la valeur du yen impliquerait une baisse de la valeur de l'ensemble de son portefeuille d'investissement. Un investisseur prudent aura des investissements libellés dans d'autres monnaies. L'investisseur peut acheter, par exemple, des obligations allemandes, des actions asiatiques, et des certificats de dépôt russe en vue de réduire le risque de change.

- *La globalisation financière donne aux institutions financières accès à de nouveaux marchés.* Cet avantage s'applique surtout aux banques d'investissements et aux autres institutions financières. La globalisation financière permet aux institutions financières sophistiquées et efficaces (notamment dans les États-Unis et Europe) d'étendre leurs activités à travers le monde. Les institutions financières puissantes[230] comme JP Morgan, Citicorp, Chase Manhattan, le Credit Suisse, Morgan Grenfell, Goldman Sachs et la BNP sont en concurrence les unes avec les autres, non seulement dans les grands marchés financiers tels que New York et Londres, mais aussi dans les marchés émergents en Chine, au Mexique et en Thaïlande. Les bénéfices des investissements réalisés dans les marchés émergents permettront de compenser les bénéfices plus faibles réalisés ailleurs.

La globalisation financière n'est pas sans embûches. De graves problèmes sont causés - du moins en partie - par les nouveaux flux commerciaux et financiers et leurs conséquences sur les économies des pays en développement. Certains pays sont beaucoup plus aptes que d'autres à tirer profit des nouvelles possibilités qu'offre la mondialisation, ce qui peut conduire à une augmentation des conflits sociaux et politiques. Les flux de capitaux ont également causé des problèmes macroéconomiques comme la surévaluation des taux de change qui entraîne une baisse de la compétitivité et, dans les cas extrêmes, des crises de change. En

[230] Certaines de ces institutions ont été touches par la crise des subprimes de Septembre 2008 aux Etats Unis.

outre, la volatilité des flux de capitaux renforce aussi le caractère pro cyclique de la politique macroéconomique qui peut aussi conduire à la crise. Si la surveillance financière est faible et inadéquate - comme en Asie du Sud-est - les crises bancaires peuvent compliquer davantage les crises de change. Les politiques de change nationales et internationales sont nécessaires pour faire face à la nouvelle situation. Selon Rodrik (1999)[231], « l'ouverture à l'économie mondiale peut être la source de nombreux avantages économiques .... Mais ce ne sont que des bénéfices potentiels à réaliser seulement quand la complémentarité des politiques et des institutions est en place au niveau national ». Quel est le sort des institutions financières dans les pays moins développés qui n'ont pas la même quantité de capital et ne peuvent pas fournir les instruments financiers complexes des pays développés? Quels sont les coûts économiques, sociaux ou culturels d'une profonde restructuration financière dans les pays en développement et les pays émergents? Ces questions sont de nature si complexe qu'il est assez difficile d'y répondre. Nous allons décrire quelques aspects de la problématique.

La compétition globale pour les investissements oblige les entreprises à être «de classe mondiale». Nous avons souligné ci-dessus les promesses d'une offre mondiale d'investissement de capital (épargne). La forme et la fonction du capital seront de plus en plus sophistiquées, et en même temps moins coûteuses. Cette perspective est très attrayante à l'emprunteur dans le pays A, où le capital est coûteux et difficile à obtenir. Cette perspective, cependant, est aussi très attirante pour les emprunteurs dans d'autres pays, lorsque les circonstances dans ces pays sont identiques à celles du pays A. Ceci représente le premier danger de la mondialisation pour l'emprunteur – l'offre globale de prêts supplémentaires aux emprunteurs en concurrence. Supposons qu'une société de logiciels informatiques à Moscou a obtenu de bons résultats pendant un certain nombre d'années et a besoin de capitaux pour élargir ses opérations. Dans un monde financièrement globalisé, les investisseurs étrangers vont étudier les possibilités d'investissement non seulement dans cette société russe, mais aussi dans des entreprises ayant une activité similaire dans d'autres parties du monde, telles que les entreprises de logiciels à Taïwan ou en Inde. Donc, même si la performance de l'entreprise de Moscou a dépassé les attentes des investisseurs, elle pourrait perdre des parts de marché face à un rival inconnu et ne pas obtenir les fonds nécessaires à son développement. Les économistes ont tendance à considérer cela comme un exemple de l'efficacité économique[232].

---

[231] Rodrik D., "*The New Global Economy and Developing Countries: Making Openness Work*", edition Overseas Development Council, Washington, 1999, p.1.
[232] Rodrik D. (1999), op cite, p.7.

Maintenant, supposons que la société russe a surpassé ses rivaux taïwanais et indiens. Même avec ce résultat, elle pourrait avoir des difficultés à attirer des investisseurs étrangers. Par exemple, si juste avant que les administrateurs de la société russe décide d'emprunter de l'argent sur les marchés internationaux des capitaux par l'émission d'un instrument d'emprunt appelé «eurobond», le gouvernement russe commence à examiner la législation afin de prendre des dispositions pour payer les milliards de roubles encore dû aux fonctionnaires russes? Les investisseurs intéressés par l''entreprise pourraient interpréter une telle décision comme intrinsèquement inflationniste, notamment en Russie. Cela pourrait alimenter les craintes de dépréciation du rouble, ce qui rendrait plus difficile aux entreprises d'honorer leurs dettes libellées, par exemple en «eurobond». Les investisseurs potentiels pourraient donc être réticents à acheter des obligations de la société russe.

Ces exemples expliquent pourquoi ces entreprises qui collectent les capitaux dans les marchés de capitaux internationaux sont souvent appelées «entreprises de classe mondiale». Elles ont acquis cette réputation de par leur taille, en dépassant leurs rivaux et en opérant dans des circonstances domestiques relativement stable - trois facteurs que les investisseurs recherchent lorsqu'ils décident de placer leurs économies. En d'autres termes, les entreprises deviennent de «classe mondiale» quand elles surmontent le « risque pays ». Beaucoup de sociétés dans les économies en développement ou émergentes ne parviennent pas à acquérir facilement ce statut ce qui est pénalisant, car ce sont les entreprises et les pays qui en ont le plus besoin de puiser dans les marchés de capitaux mondiaux qui ne sont pas en mesure de le faire.

La compétitivité des emprunteurs dépend de la réforme de la réglementation et de la coordination de l'économique mondiale. Dans le contexte de la globalisation financière, la performance de l'emprunteur est un facteur important dans la détermination du lieu des afflux de capitaux. D'autres facteurs - comme la fluctuation des taux d'intérêt dans le monde entier, l'expansion ou la récession régionale, les restrictions réglementaires et douanières - qui sont souvent hors du contrôle de l'emprunteur, vont être déterminant dans la lutte pour attirer les capitaux d'investissement, de même que la performance de l'emprunteur. À cet égard, les pays de l'emprunteur ainsi que l'emprunteur lui-même doivent devenir concurrentiels à l'échelle mondiale.

Les ajustements que le pays doit mettre en place pour devenir concurrentiel à l'échelle mondiale peuvent être redoutables. Réformer un système financier exige dans certains cas beaucoup plus que de simple lois ou règlements. L'ouverture des frontières aux entreprises financières étrangères sophistiquées est un moyen de forcer un pays à la «modernisation» de

son système financier. Mais cela peut conduire à une domination étrangère sur le système financier. En outre, la configuration des systèmes financiers reflète souvent l'histoire, la culture et les valeurs d'un pays ou d'une région spécifique. Les craintes des français de voir la mondialisation de l'industrie du cinéma à l'«américaine» nuire à la culture française en sont un exemple. De même les Coréens font valoir que l'organisation du système économique et financier à l' «américaine» entraîne une perte inacceptable des caractères essentiels de la société coréenne. Cette préoccupation précise a été exprimée à la suite de la crise financière asiatique[233].

3.5 Les avantages et les dangers de la globalisation financière par l'examen de la réussite économique puis de la crise en Asie.

La réussite économique de l'Asie dans les années 1980 illustre les avantages de la globalisation financière: l'économie de marché asiatique a attiré les investisseurs étrangers, dont le capital a alimenté l'expansion économique.

La réussite économique et la crise asiatique illustrent les avantages et les dangers de la globalisation financière. D'une part la globalisation financière a contribué à alimenter la performance économique remarquable de l'Asie au cours des dernières décennies. Au cours des années 1980 et au début des années 1990, les investisseurs internationaux ont investi massivement en Asie à la suite de la poursuite de la politique orientée vers l'exportation de la région. Les investisseurs étrangers ont été sans aucun doute attirés par les taux de croissance impressionnants qui étaient en moyenne de 7% et 9% par an. Les investisseurs ont réalisé les retours qu'ils attendaient sur leurs investissements dans les marchés boursiers asiatiques. Et les banques commerciales étrangères européennes et américaines qui avaient accordées des prêts aux banques et entreprises asiatiques ont également réalisé des profits[234].

Les gouvernements asiatiques ont adopté un régime de change fixe afin de promouvoir la confiance. Le défi à relever par les gouvernements asiatiques au cours de leur expansion économique était de maintenir la croissance économique à un rythme gérable. Une manière de «stabiliser les flux financiers et les investissements consiste à maintenir un taux de change stable». Lorsque les taux de change sont stables, les investisseurs craignent moins que les fluctuations des devises puissent avoir des effets négatifs sur leurs investissements. Ils sont donc moins susceptibles de retirer tout à coup leur argent d'un pays en raison des calculs de la

[233] Rodrik D. (1999), op cité, p.8.
[234] Fischer St, "Globalization and its Challenges", American Economic Review Papers and Proceedings, N° 93, 2003, p.1-30.

valeur future de la monnaie. Par conséquent, les pays asiatiques, comme de nombreux autres pays en développement, ont opté pour des régimes de change fixe plutôt que pour des régimes de change flottant. En fait, même après que les pays asiatiques aient essayé d'adopter des régimes plus souples en 1980, les politiques des Banques Centrales ont fixé la valeur de leur monnaie par rapport à une seule monnaie de référence, le dollar américain.

L'instabilité des taux de change était une grande préoccupation pour les gouvernements asiatiques en raison de la taille relativement petite de certaines de ces économies et parce que leurs croissances économiques étaient aussi de plus en plus rapides. Si les investisseurs perdaient leur confiance dans la stabilité des taux de change de la région à long ou/et à court terme, les flux d'investissements étrangers pouvaient devenir de plus en plus erratiques. D'où le rattachement des monnaies nationales asiatiques à une monnaie stable comme le dollar américain ou le yen japonais. En Thaïlande, par exemple, le baht était essentiellement rattaché au dollar américain, bien que le calcul d'un taux fixe ait été plus complexe. La Banque Centrale de Thaïlande avait fixé la valeur du baht à environ 20 bahts pour 1 dollar. Par conséquent, tous ceux qui détenaient du baht - résident thaïlandais, les banques thaïlandaises et les investisseurs étrangers - ont pu échanger leurs bahts en dollars au taux de parité fixe. Les bandes de fluctuation du taux de change étaient en général assez faibles, mais les détenteurs de baht et de placements libellés en baht avaient confiance dans la stabilité du baht.

En adoptant un régime de change fixe, les pays d'accueil avaient ainsi promis à tous les investisseurs qu'ils allaient défendre la valeur de la monnaie, une promesse qu'ils ont finalement dû rompre. Lorsque la Thaïlande a fixé la valeur du baht par rapport au dollar américain, elle a promis à tous ceux qui détenaient des bahts qu'ils pourraient les échanger contre des dollars au même taux de change, à tout moment. Bien entendu, afin de tenir cette promesse la Banque Centrale de Thaïlande a accumulé des réserves de change en dollar américain. Par conséquent, la quantité des réserves de change de la Banque Centrale était une question préoccupante pour tous ceux qui détenaient des bahts. Si les détenteurs de bahts entretenaient la crainte que la Banque Centrale n'ait pas des réserves de change suffisantes pour maintenir la valeur du baht par rapport au dollar, alors le baht ne 'vaudrait' pas réellement le montant en dollars correspondant au taux fixe. Par la suite, le maintien d'un niveau adéquat de réserves de change est devenu une question critique pour les investisseurs étrangers. En fin de compte, la Banque Centrale de Thaïlande a quasiment épuisé ses réserves en dollars pour défendre la valeur de sa monnaie.

La forte dévaluation des monnaies régionales a provoqué une catastrophe économique et sociale. Les économies asiatiques les plus durement touchées par la crise avaient au moins une caractéristique en commun: l'effondrement des régimes de change fixe créés en partie pour maintenir la confiance des investisseurs étrangers. Les détenteurs des monnaies en question ont perdu la confiance dans la capacité du gouvernement à maintenir un taux de change fixe. Les investisseurs étrangers ainsi que les acteurs nationaux comme les sociétés, les investisseurs et les citoyens, ont échangé leurs monnaies nationales contre des devises, principalement des dollars américains, jusqu'à ce que les Banques Centrales aient épuisé leurs réserves de change et se soient vues contraintes d'abandonner le régime de change fixe. Les monnaies ont ensuite été autorisées à « flotter ». En 1997, tous les pays touchés par crise avaient adopté un régime de change flottant. Les monnaies se sont alors dévaluées. Ce qui a créé une inflation galopante suivie d'une forte augmentation des taux d'intérêt et une forte baisse dans le marché boursier régional. En outre, la dévaluation a créé un fardeau de la dette non gérable pour les entreprises et les banques asiatiques qui avaient emprunté des sommes importantes en dollars auprès des banques étrangères et les ont convertit en monnaie locale. La dévaluation signifiait qu'ils avaient besoin de sommes importante de monnaie locale pour rembourser les prêts qu'ils avaient contractés sous le régime de change fixe. Les banques et les entreprises asiatiques n'étaient plus capables d'honorer leurs dettes et les faillites se sont généralisées.

De nombreux facteurs ont contribué à la crise. L'effondrement des régimes de change fixe a précipité la crise économique dans les pays asiatiques. Pendant la crise, les économistes et les décideurs politiques ont contesté les raisons qui ont conduit à la dévaluation. Certains analystes[235] prétendent que le rôle joué par le gouvernement sur les marchés asiatiques a créé des distorsions économiques qui ont finalement conduit à la dévaluation. Les tenants de cette position comme le FMI ont déclaré que les faiblesses des fondamentaux structurels dans les économies asiatiques ont rendu le régime de change fixe insoutenable. D'autres défendent l'idée[236] que la crise de confiance dans les monnaies très fermement chevillées à une devise de référence était une « correction naturelle » des erreurs commises par les gouvernements asiatiques dans la gestion de leurs économies et de leurs régimes de change. Dans cette optique, ils indiquent que même les entreprises nationales avaient contribué à cette crise quand elles ont commencé à échanger leurs monnaies nationales pour des dollars. Leurs

[235] International Monetary Fund, "Global Financial Stability Report", edition IMF, Washington DC, March 2003.
[236] Fischer St, "Globalization and its Challenges", American Economic Review Papers and Proceedings, N° 93, 2003, p.25.

actions ont précipité la dévaluation des monnaies nationales. Certains ont blâmé les acteurs étrangers. Le Premier ministre malais a reproché aux hedge funds d'avoir attaqué la monnaie locale - c'est-à-dire que les investisseurs institutionnels ont réalisé des profits en pariant sur la dévaluation de la monnaie. D'autres ont accusé les investisseurs de portefeuille dans les marchés boursiers d'avoir réagi de façon excessive aux préoccupations relatives aux faiblesses fondamentales des économies asiatiques et d'avoir retiré leurs investissements trop rapidement des marchés par crainte de subir des pertes considérables. Cette situation a provoqué une crise de confiance qui a finalement abouti à l'effondrement des régimes de change. Le comportement des banques commerciales étrangères constitue une autre cause de la crise, dans la mesure où celles-ci ont prêté aux emprunteurs nationaux au-delà de leurs capacités. Dans la deuxième partie, nous allons analyser profondément les causes et les conséquences de la crise dans un certains nombre de pays asiatiques.

Deuxième partie : La crise asiatique et la question de l'endettement

Chapitre 1: Les sources de vulnérabilité dans les économies émergentes - Comparaison entre les pays (1990-1997)

I - La nouvelle nature des crises des pays émergents (1990-1997)

En 1997, le secrétaire du ministère de finances américaines Lawrence Summers a comparé la finance moderne à un avion à réaction. La finance moderne, comme un avion à réaction, vous amène à destination plus rapidement que les anciennes technologies. Mais les accidents qui ont lieu sur le chemin sont aussi plus spectaculaires. Pour Summers, les accidents occasionnels ne sont pas des causes suffisantes pour abandonner la finance moderne.

Cependant, ajoute-t-il, cette analogie souffre d'un seul problème. Les économies émergentes ont plus souvent des accidents que les Boeing 747. Les avions à réactions utilisés par beaucoup de compagnies aériennes sont une technologie mature, mieux sécurisée que les avions à moteur à piston qu'ils ont remplacés. Les crises financières observées dans les pays émergents les plus avancés dans la voie du développement (Mexique, Thaïlande, Corée du Sud, Brésil, Turquie et Argentine) comme dans les moins développés (Equateur Ukraine, Uruguay, République Dominicaine) montrent que ces économies n'ont pas toujours bien acquis la capacité à tirer profit du marché financier global[237].

L'effondrement du taux de change fixe a marqué plusieurs économies dans l'histoire récente. Une crise monétaire ne ressemble pas nécessairement à une crise de paiement qui nécessite un plan de sauvetage du FMI ou une restructuration de la dette. Les pays industrialisés – comme la Grande Bretagne en 1992 – ont été capable de laisser flotter leurs monnaies, de réduire leurs taux d'intérêts domestiques et de retrouver la stabilité. Dans les économies émergentes, les crises monétaires s'accompagnent souvent de sévères crises bancaires et de crises de liquidités.

Il existe plusieurs raisons qui expliquent cette forte corrélation entre l'effondrement des régimes de change et les problèmes de paiements. La nécessité d'un régime de change flottant s'explique par une perte de confiance dans l'économie des pays en crises et par une baisse importante des flux de capitaux vers ces pays. Cette baisse de flux de capitaux crée des difficultés financières pour les banques, les entreprises et les gouvernements qui comptent sur

[237] Rogoff K., *The IMF Strikes back. Foreign Policy 134 (January/February)*, ed. International Food Policy Research Institute, Washington, 2003, p.25.

un accès continu au financement du marché pour couvrir leurs comptes courants, leurs déficits budgétaires et pour refinancer la dette existante. De plus, la stabilité des taux de change mène souvent à des emprunts excessifs en devises étrangères. En revanche, l'augmentation de la dette extérieure après l'effondrement du régime de change rend plus difficile aux banques, aux entreprises et aux gouvernements d'honorer leurs dettes à long terme et de convaincre leurs créanciers de leur accorder des prêts supplémentaires pour refinancer la dette à court terme.

Quand la crise a frappé la Thaïlande, la Corée du Sud et l'Indonésie, les banques privées, les institutions financières et les entreprises ont connu des problèmes de liquidités très graves. Les emprunts extérieurs des banques privées et des entreprises, avaient financé le déficit des comptes courants en Asie avant la crise.

Pourtant, il est difficile de distinguer entre les crises de paiements des banques, des entreprises et des gouvernements. L'effondrement du secteur des entreprises entraîne un effondrement du secteur bancaire, et le coût d'épargne du système bancaire augmente la dette du gouvernement. Dans certaines crises, les banques domestiques empruntent en devises pour acheter la dette domestique du gouvernement, brouillant ainsi les lignes de séparation entre une crise domestique et une crise externe, entre une crise souveraine et une crise bancaire. La crise de la dette souveraine contamine le système bancaire et provoque une dévaluation de la monnaie, ce qui crée des problèmes de liquidités dans les entreprises[238].

Ces crises ne forcent pas seulement le FMI et le G-8[239] à intervenir mais ont des conséquences économiques graves dans les pays touchés. La production baisse considérablement dans presque tous les pays en crise, et selon les critères des économies avancées, ces contractions de production sont extraordinairement fortes: des baisses de 5% du PIB sont communes, et des baisses supérieurs à 10% du PIB ont marqué les crises les plus graves[240].

Ce chapitre explore les différentes raisons qui ont conduit les pays émergents asiatiques à la crise. Dans un premier temps nous allons examiner les sources de vulnérabilité

---

[238] Edwards S. and Frankel J.A., *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, ed National Bureau of Economic Research and University of Chicago Press, Cambridge and Chicago, 2002, p.48.

[239] Le Groupe des huit (G8) est un groupe de discussion et de partenariat économique de huit pays parmi les plus puissants économiquement du monde : les États-Unis, le Japon, l'Allemagne, le Royaume-Uni, la France, l'Italie, le Canada, et la Russie. Ensemble, les pays du G8 représentent 61% de l'économie mondiale. Source: Wikipédia site web: http://fr.wikipedia.org/wiki/G8.

[240] En 1997, les contractions de production ont été sévères dans tous les pays. En 1998, la production a baissé de 6,7% en Corée du Sud, 13,1% en Indonésie, 10,2% en Thaïlande et de 7,4% en Malaisie. Source : IMF, *« Communiqué of the Interim Committee of the Board of Governors*, ed International Monetray Fund, Washington, October 4th, 1998, p.23.

commune des crises récentes. Ensuite, nous allons revoir les vulnérabilités spécifiques, qui selon nous, ont contribué aux crises récentes dans les pays asiatiques étudiés.

1 - Les sources de vulnérabilités dans les crises des économies émergentes :

Comme on l'a déjà vue dans le deuxième chapitre de la première partie, quelques sources de vulnérabilité sont communes à toutes les crises financières, bien que chaque crise ait ses propres causes. Les sources communes sont[241] :

- Les déséquilibres macroéconomiques tels que les déficits de la balance des comptes courants et/ou les déficits budgétaires qui mènent à une forte accumulation de la dette publique et de la dette extérieure ;
- Le financement de ces déficits par des moyens autres que les fonds propres - tels que la dette à court terme, la dette extérieure – rend le pays vulnérable à la fuite des capitaux et augmente le risque d'une baisse du taux de change qui mène à une crise de la dette à cause de la dépréciation de la balance des paiements ;
- Les doutes quant à la crédibilité des politiques économiques d'un pays à prendre les mesures nécessaires pour rembourser ses dettes à long terme ;
- Les taux de change fixe ou semi fixe, qui augmentent le risque d'un déséquilibre des comptes courants et encouragent les emprunteurs à emprunter en devises étrangères sans prendre en considération les risques de change ;
- Les distorsions microéconomiques : règlementation bancaire inadéquate, des garanties gouvernementales implicites ou explicites et d'autres distorsions microéconomiques, qui peuvent conduire à des investissements excessifs ou à une forte dépendance à l'endettement ;
- Des chocs politiques – dus aux élections, aux gouvernements faibles, aux scandales, ou aux violences politiques – qui augmentent les incertitudes et rendent les investisseurs sceptiques;
- Des chocs externes - -chocs de prix de marchandises qui détériorent les termes du commerce dans un pays, changements des taux d'intérêts dans les centres financiers mondiaux, changements soudains quant à la volonté des

[241] Feldstein M., *« Economic and Financial Crises in Emerging Markets Economies »,* ed National Bureau of Economic Research and University of Chicago Press, Cambridge and Chicago, 2003.

investisseurs domestiques ou internationaux d'investir dans des actifs financiers risqués – qui frappent les économies émergentes plus fréquemment et plus fortement que les économies développées.

Dans la suite nous allons développer chacune de ces sources de vulnérabilité.

- **Déséquilibres macroéconomiques :** la plupart des pays en état de crise connaissent des déséquilibres macroéconomiques significatifs. Lorsque les comptes courants d'un pays sont déficitaires, son économie apparait comme attractif des investissements étrangers (directs ou via des portefeuilles d'investissements en bourse) et les emprunts extérieurs. Le besoin permanent d'un financement pour couvrir les déficits budgétaires et les déficits de la balance des comptes courants constitue une source potentielle de vulnérabilité. L'accès au financement nécessaire peut disparaître, et les coûts d'un nouvel emprunt peuvent augmenter soudainement. La majorité des pays en état de crise connaissent des déficits de la balance des comptes courants significatifs. La crise des pays asiatiques montre que le boom d'une économie privée peut causer des déficits de la balance des comptes courants et une augmentation de la dette extérieure même en l'absence d'un déficit budgétaire[242].
- **Les méthodes de financements déficientes des déficits de la balance des comptes courants et des déficits budgétaires :** les méthodes de financement permanent des déficits de la balance des comptes courants et des déficits budgétaires peuvent aggraver la vulnérabilité financière d'un pays.

  Une différence existe entre le financement d'un déficit des comptes courants par des prêts interbancaire à court terme et par des obligations à long terme ou des IDE d'une part, et entre le financement d'un déficit budgétaire par des devises étrangères et par l'émission des titres de 10 ans en monnaie locale d'autre part. Les pays asiatiques qui ont financé leurs déficits de la balance des comptes courants par des emprunts à court terme, ont cumulé une dette extérieure à court terme[243]. De la même façon, les gouvernements qui ont financé leurs déficits budgétaires en contractant une dette à court terme, ont trouvé que leur « santé financière » dépendait de la volonté des créanciers de

[242] Dooley M.P. and Frankel J.A., *Managing Currency Crises in Emerging Markets*, ed National Bureau of Economic Research and University of Chicago Press, Cambridge and Chicago, IL, 2003.

[243] Manasse P., Roubini N. and Schimmelpenning A., *Predicting Sovereign Debt Crises*, IMF working paper 03/221, ed International Monetary Fund, Washington, November 2003.

réduire et de réaménager les sommes empruntées à des taux de change raisonnables.

Quand la dette à court terme atteint sa maturité, il est difficilement acceptable pour les créanciers de reporter les échéances par rééchelonnement. Cependant, les investisseurs ont tendance à se retirer des marchés pendant les mauvaises périodes. Par conséquent, lors d'une crise, une économie émergente découvre non seulement qu'elle ne peut plus émettre de nouvelles obligations pour couvrir les déficits permanents, mais également qu'elle doit trouver un financement pour rembourser sa dette.

Pettis (2001)[244] a noté que les coûts de la dette totale à court terme d'une part et de la dette totale extérieure à court et à long terme d'autre part sont masqués quand la situation financière du pays est bonne, que la croissance est forte et que l'afflux de capitaux est abondant. La dette à court terme se rembourse non seulement sans difficulté mais aussi à un taux d'intérêt relativement faible. Les afflux de capitaux alimentent une appréciation de la monnaie, qui à son tour réduit le fardeau de la dette extérieure. Mais, les mêmes facteurs peuvent produire le résultat inverse. Les modes de financement qui permettent aux économies émergentes de bénéficier profondément des marchés financiers, les rendent aussi vulnérable.

- **Les doutes concernant la crédibilité des politiques économiques d'un pays** : Il existe une relation entre les problèmes de « stock » - les difficultés crées par un énorme stock de dette gouvernementale ou extérieure – et les déficits de « flux » permanents – les déficits de la balance des comptes courants et les déficits budgétaires. Un stock important de dette est souvent le résultat de déficits antérieurs importants, et les pays ayant des déséquilibres économiques importants, ont souvent des difficultés à se financer d'une façon endogène. De plus, les déficits permanents de la balance des comptes courants et les déficits budgétaires des doutes quant à la capacité à réduire les déséquilibres dans les temps afin d'éviter une accumulation non soutenable de la dette[245].

[244] Pettis M., *« The volatility machine »,* ed Oxford University Press, Oxford, 2001.

[245] Detriagiache E. and Spilimbergo A., *Crises and Liquidity: Evidence and Interpretation*, IMF working paper 01/2, ed International Monetary Fund, Washington, 2001.

Selon Roubini (2001)[246], la solvabilité à long terme nécessite que le ratio de la dette extérieure du pays en pourcentage du PIB – ou la solvabilité du ratio de la dette publique du gouvernement en pourcentage du PIB - n'augmente pas sans arrêt avec le temps. Elle ne requiert pas un excédent des comptes courants ou de la balance fiscale globale. Cependant, un ratio stable de la dette/PIB nécessite que le pays réalise un excédent des comptes courants (pour la plupart des pays, c'est la balance commerciale plus tous les paiements ou les transferts). De la même façon, un gouvernement doit générer des excédents primaires[247] suffisants avec le temps – la balance primaire c'est le total des recettes moins les dépenses hors les paiements d'intérêts – afin de stabiliser son ratio dette/PIB[248]. Un stock important de dette accompagné d'une croissance faible, ou d'un taux d'intérêt réel élevé augmente le surplus de la balance primaire ou de la balance commerciale, ce qui va éviter une augmentation constante du fardeau de la dette.

Un gouvernement crédible peut laisser s'accumuler un déficit budgétaire important face à un choc défavorable sans créer d'inquiétudes quant à sa future solvabilité. Pour assurer sa viabilité à long terme, un gouvernement ayant un stock important de dette, un déficit budgétaire important, et une balance primaire insuffisante, doit baisser les coûts de ses emprunts, si cela peut engager des futurs ajustements fiscaux qui vont assurer sa solvabilité à long terme. D'un autre coté, les doutes quant à la capacité d'un pays à réaliser de futurs ajustements peuvent augmenter immédiatement les coûts des emprunts, ce qui rend sa solvabilité future incertaine. Quand un pays perd son accès au marché financier, parce que les créanciers ont des doutes quant à sa capacité de réaliser les ajustements nécessaires pour rembourser la dette, il finit par manquer de fonds et doit demander un prêt de sauvetage ou une restructuration urgente.

- **Des taux de change fixe et semi fixe :** Comme nous l'avons déjà vu dans la première partie, selon Calvo et Vegh (1999)[249], les taux de change fixes ont

[246] Roubini N., *« Debt Sustainability : Theory and Application »,* ed New York University, New York, 2001, p.36. Disponible sur : www.stern.nyu.edu/globalmacro/debtsustainability.pdf.

[247] La Balance primaire c'est le total des recettes moins dépenses sauf les paiements d'intérêts. Source: Ngo Brian, *« Cadre Budgétaire et fiscal»,* Séminaire sur la gestion du risque social, Paris, 30 Juin 2003. Présentation disponible sur:http://info.worldbank.org/etools/docs/library/78330/3rd%20Workshop/Srmafrica/paristwo/pdf/presentation/macroecoFr.pdf

[248] Il s'agit du ratio de la dette publique par rapport au Produit Intérieur Brut (PIB). Voir Annexe 1 pour une définition de la dette et du ratio dette/PIB.

[249] Calvo G. and Vegh C., *« Inflation Stabilization: In handbook of Macroeconomics»,* ed J. Taylor and M. Woodford, Netherlands, 1999.

contribué aux crises financières récentes. Les taux de change fixes ont souvent causé des déficits de la balance des comptes courants. Plusieurs pays émergents ont adopté un taux de change fixe afin de réduire l'inflation. Cependant, l'inflation a baissé lentement – ou plus lentement que les taux de dépréciation programmés. Les prix domestiques ont donc portant augmenté et le taux d'intérêt était soit fixe, soit ne s'était pas déprécié pour un montant comparable, menant à une réelle appréciation de la monnaie, à une perte de compétitivité, et à des déficits de comptes courants. Les pays qui ont adopté un taux de change fixe peuvent aussi connaître une appréciation de la monnaie quand la monnaie de référence connaît à son tour une appréciation relative par rapport à d'autres monnaies. Par exemple, plusieurs pays ont fixé leurs taux de change par rapport au dollar américain, la valeur de leurs monnaies a fortement augmenté quand le dollar s'est apprécié par rapport au yen et à l'euro entre 1995 et 2001.

Comme nous l'avons déjà indiqué, selon Dornbusch (2001)[250], plusieurs facteurs peuvent déclencher une éventuelle crise monétaire: a) un déficit budgétaire qui ne peut être financé en contractant une nouvelle dette et qui doit être financé en émettant des billets, menant à une perte non soutenable des réserves en devises ; b) un déficit des comptes courants qui ne peut plus être financé par des entrées de capitaux des investisseurs étrangers ou c) un pays qui a simplement conclu que les pertes dues à l'augmentation des taux d'intérêts pour protéger le taux de change fixe dépassent les bénéfices d'une monnaie stable.

Krugman (1998)[251] indique que les taux de change fixe peuvent aussi créer des vulnérabilités financières. Les entreprises privées, les banques, et les ménages, empruntent davantage en devises, étant donné qu'une période de stabilité de taux de change peut conduire les agents économiques à sous estimer les risques de change. A titre d'exemple, une période de stabilité du taux de change nominal en Asie a conduit beaucoup d'entreprises (et les banques qui leur ont accordé des emprunts) à conclure qu'un faible taux de change nominal par rapport à la dette libellée en dollar, yen et/ou en euro, vaut le risque additionnel

[250] Dornbusch R., *« A Primer on Emerging Market Crises »,* NBER working paper N°8326, ed National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2001.

[251] Krugman P., *What Happened to Asia?*, ed Massachussetts Institute of Technology, Cambridge, January 1998. Disponible sur: http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html.

du taux de change. Les banques et les entreprises privées interprètent souvent la promesse du gouvernement de maintenir un taux de change fixe comme étant une promesse de protéger les emprunteurs privés d'un risque de change, que ce soit en vendant les réserves en devises selon un taux de change fixe ou en fournissant une protection financière, ou encore en prenant des mesures destinées à renflouer les caisses de l'Etat pendant une crise monétaire.

Selon Berg et al. (2003)[252], les taux de change fixe peuvent causer une crise par des moyens plus subtils encore. Les gouvernements croient qu'un taux de change fixe est le pilier de leurs politiques macroéconomiques, l'ancre de la stabilité financière, et la source de leurs succès économiques. Par conséquent, ils défendent un taux de change fixe même sous la pression. Augmenter seulement les taux d'intérêt domestiques ne suffit pas : des taux d'intérêts plus élevés par rapport aux dépôts en monnaie locale et à la dette ne suffisent pas pour encourager le retour des capitaux étrangers dans les pays ou pour convaincre les résidents de garder leurs monnaies domestiques. Bien que des taux d'intérêts plus élevés augmentent les bénéfices sur certains actifs financiers, leur impact négatif sur le budget de l'état et sur la « santé » du système financier mènent à un ralentissement non acceptable de l'activité économique. Les gouvernements répondent à la pression sur le taux de change fixe par deux moyens : ils vendent leurs réserves en devises étrangères pour défendre le taux de change fixe et empruntent en devises étrangères, souvent en dollar américain. Ce genre d'intervention risque de créer des faiblesses financières supplémentaires, quand les investisseurs, ayant contractés des dettes libellées en devises, s'inquiètent de savoir si le gouvernement a des réserves suffisantes pour couvrir cette dette à court terme.

- **Distorsions microéconomiques :** Comme nous l'avons déjà indiqué dans le chapitre 2 de la première partie (modèles théoriques des crises monétaires) une réglementation bancaire inadéquate, des garanties gouvernementales implicites ou explicites, et d'autres distorsions microéconomiques peuvent créer des déséquilibres macroéconomiques et financiers et causer une crise. Par exemple, ces distorsions peuvent mener à des emprunts excessifs et à des

[252] Berg A. et al., *Re-establishing a Credible Nominal Anchor after a Financial Crisis*. In Collyns C. and Russell G.K., "*Managing Financial Crises: Recent Experience and Lessons from Latin America*", ed, Inetrnational Moneratry Fund, Washington , 2003.

investissements, résultant dans l'accumulation de la dette à court terme et de la dette en devises étrangères.

Selon Gourinchas (2001)[253], particulièrement en Asie, les garanties des gouvernements ont encouragé des banques domestiques à prendre des risques – des risques qu'ils n'auraient jamais pris sans ses garanties- que ce soit pour accorder des prêts à certaines firmes ou certains secteurs (emprunts directs) ou pour emprunter à court terme en devises étrangères. Une réglementation bancaire inadéquate peut être particulièrement dangereuse, surtout quand elle est associée aux stades primaires de la libéralisation des capitaux. Si les institutions financières ou non financières empruntent excessivement de l'étranger, cela peut causer un boom de crédit et une bulle financière.

Selon Krugman (1999)[254], une mauvaise gouvernance, bien qu'elle ne déclenche pas directement une crise, contribue au développement d'un environnement financier vulnérable et risqué. Les prêts connectés – c'est-à-dire des grandes entreprises qui empruntent auprès des institutions financières qu'elles contrôlent – peuvent servir à financer des investissements non profitables. Le capitalisme associé à une mauvaise gouvernance encourage les investisseurs à financer leurs investissements par la dette.

Selon Corsetti et al. (1999)[255], ces distorsions macroéconomiques et structurelles ont été une importante source de vulnérabilité en Asie, mais ils n'expliquent pas la crise asiatique. Certains pays asiatiques ont toujours certaines faiblesses financières domestiques – telles qu'un système bancaire ébranlé, et une importante dette domestique. De plus, les faiblesses structurelles n'ont pas empêché une augmentation importante des prêts bancaires étrangers aux économies asiatiques au milieu des années 1990. Pourtant, ils ne sont pas les seuls responsables des revirements de ces flux.

Cependant, bien que ces faiblesses structurelles n'expliquent pas la crise asiatique, ils sapent la résistance des économies asiatiques. Des ratios élevés de la dette en pourcentage du PIB offrent aux entreprises une protection limitée contre les chocs, y compris les chocs monétaires. De même, une dépendance

[253] Gourinchas P.O. et al., *«Lending Booms: Latin America and the World»*, NBER working paper N°8249, edition National Bureau of Economic Research, Cambridge, April 2001.

[254] Krugman P., *« Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises »,* Massachussets Institute of Technology, Cambridge, January 1999. Disponible sur: http:// web.mit.edu/krugman/www/FLOOD.pdf.

[255] Corsetti G., Pesenti P., and Roubini N., *"Paper Tigers? A Model of the Asian Crises"*, ed European Economic Review N°7: 1211-36, 1999.

sur des prêts inter bancaires à court terme plutôt que sur des fonds propres, rend les entreprises vulnérables aux changements des mouvements des flux des capitaux. Ils augmentent les risques des fuites de capitaux et des crises répétitives. La dette contingente du gouvernement a rendu difficile l'évaluation de la « santé budgétaire » des pays asiatiques et a peut être encouragé les fuites des capitaux.

- **Des chocs politiques :** Les évènements politiques inattendus ont souvent déclenché~~s~~ des problèmes. Si les politiques suivies par le gouvernement ne réussissent pas à maintenir la stabilité macroéconomique, les investisseurs demandent à l'Etat de maintenir les actifs financiers, de baisser les prix des stocks, des obligations et de la monnaie du pays, et de convertir les fonds en actifs étrangers mieux sécurisés.

  Par conséquent, les crises sont souvent liées aux élections. La crise Coréenne de 1997 a coïncidé avec les élections. Inversement, l'introduction d'un nouveau gouvernement qui démontre une capacité à définir et à mener une politique économique cohérente, joue un rôle très important pour mettre terme à la crise. Les élections ne constituent pas l'unique source des agitations politiques et des incertitudes. Les violences politiques ont joué un rôle important dans la crise du peso mexicain. Les doutes quant à la viabilité du gouvernement Suharto ont affecté la situation économique et financière en Indonésie[256].

- **Des chocs externes:** Selon Dooley et Frankel (2003), les pays émergents sont exposés à des chocs provenant de circonstances indépendantes de leurs volontés. Plusieurs pays émergents dépendent de l'exportation d'un seul produit – souvent le pétrole – et sont donc exposés aux chocs de prix de produits. Plusieurs économies émergentes dépendent aussi du marché de capitaux étrangers, que ce soit pour financer les déficits de la balance des comptes courants ou pour refinancer une partie de leur stock de dette existante. Les investisseurs internationaux ont tendance à prêter plus aux économies émergentes ou à acheter leurs obligations quand les taux d'intérêts dans les économies développés sont faibles. Quand une économie émergente est en

[256] Sumangala D., *Capital Account Convertibility: Theoretical Issues and PolicyOptions,* in Walden B. et al., "*Global Finance: New Thinking on Regulating Speculative Capital Markets*, ed City:Zed Books, New York, 2000

crise, cela pousse les investisseurs à vendre leurs actifs financiers acheter dans cette économie mais également ceux qu'ils ont acheté dans d'autres économies émergentes. Cependant, les économies émergentes ne sont pas des « victimes passives » des chocs externes. Les pays ayant des déficits importants des comptes courants ont moins de possibilités d'emprunter et de gérer un déficit des comptes courants encore plus important face à un choc de prix de produits. Les pays ayant un déficit budgétaire important, précédant un choc du marché des capitaux, ont moins de possibilité d'absorber des taux d'intérêts plus élevés tout en gérant un déficit budgétaire encore plus important, tout à fait comme les pays ayant un stock de dette assez important qui ont moins de possibilités de contracter une dette supplémentaire face un choc. Face aux chocs, les coûts du service de la dette augmentent très vite dans un pays ayant une dette à court terme, quand sa capacité de paiement est réduite. De même, le fardeau de la dette augmente dans un pays ayant une dette en devise étrangère, quand le choc cause une forte dévaluation de sa monnaie[257].

2 La structure de la balance des paiements

Afin de bien cerner les risques encourus par une économie émergente ayant une crise monétaire, nous devons analyser d'une manière organisée les points forts et les points faibles de sa balance des paiements. Mais avant de procéder à cette analyse nous allons décrire la décomposition de la balance des paiements et définir la signification des différentes rubriques en se basant sur la cinquième édition du Manuel de la balance des paiements du FMI[258] qui constitue actuellement la référence internationale en la matière.

La balance des paiements[259] est un document statistique élaboré sous forme comptable qui décrit l'ensemble des flux économiques et financiers entre une économie et le reste du monde durant une période donnée. Toute opération qui se traduit par une entrée de devises est enregistrée en crédit et celle qui se traduit par une sortie de devise en débit. Selon le manuel du FMI, la balance des paiements se compose de 3 comptes principaux :

1. Le compte de transactions courantes ou compte courant.
2. Le compte de capital

[257] Dooley M.P. and Frankel J.A., *Managing Currency Crises in Emerging Markets*, ed National Bureau of Economic Research and University of Chicago Press, Cambridge and Chicago, IL, 2003, p.120-145.
[258] FMI, *« Balance of Payments Manual »,* 5th edition, Department of statistics, International Monetary Fund, Washington, April 2004. http://www.imf.org/external/np/sta/bop/bopman.pdf
[259] Voir Annexe 2 pour plus d'informations sur la structure et la classification de la balance des paiements.

3. Le compte financier

Le compte de transactions courantes comprend 4 grandes rubriques: les biens (marchandises), les services (assurances, voyages, transports, services de communications, services de constructions, service informatique, assistance techniques, etc.), les revenus (du travail c'est à dire les revenus des salariés et du capital c'est-à-dire les revenus des investissements) et les transferts courants (concerne les flux d'argent ou des marchandises ayant lieu en dehors de transactions habituelles d'achats ou de ventes. Il s'agit des envois de fonds des travailleurs ainsi que des dons, collectes et secours au titre de l'aide au développement).

Le compte de capital recouvre le transfert de capital (remise de dette et perte sur créances des secteurs publics et privés, aides à l'investissement) et les acquisitions et cessions d'actifs non financiers (il s'agit des actifs corporels non financiers tels que les brevets, droits d'auteurs, etc.).

Le compte financier se subdivise en quatre catégories: les investissements directs, les investissements de portefeuilles (les actions et titres émis par les organismes de placements collectifs en valeurs mobilières, les titres de créances, les obligations et les autres titres d'endettement), les autres investissements (il s'agit des prêts bancaires, des prêts du FMI, des prêts consentis au titre de l'aide au développement), et les avoirs de réserves (bons de trésors, devises, etc).

L'analyse de la balance des paiements ajoutée à l'analyse de l'économie traditionnelle – qui souligne les flux variables ainsi que la taille du déficit des comptes courant et du déficit budgétaire – met en évidence les risques causés par les divergences entre le stock de dette existante du pays et ses actifs. Le stock de la dette impayée du pays est un « stock » variable. Cependant, deux pays ayant le même ratio dette/PIB, ne sont pas vulnérables au même degré face à une crise, si la dette de l'un est à court terme ou contractée en devises étrangères et la dette de l'autre est contactée en monnaie locale. Ainsi, l'analyse de la balance des paiements, souligne la structure de la maturité de la dette, la monnaie avec laquelle la dette a été libellée, et la disponibilité de capitaux qui constitue une garantie face aux chocs.

- **Divergence de maturité**: Le stock de la dette à court terme détermine la somme dont le pays à besoin pour refinancer cette dette, la vitesse de l'augmentation du service de la dette pendant une crise financière et la vitesse avec laquelle les investisseurs se retirent du pays. Evaluer la divergence de maturité de la dette d'un pays ou d'un gouvernement nécessite une analyse de

la structure de la dette d'un pays et de ses actifs[260]. Une divergence de maturité apparaît quand il y a un écart entre la structure de la dette et la structure des actifs financiers correspondants, il s'agit d'un écart d'exigibilité. Si la dette à court terme dépasse les actifs financiers, le gouvernement, la banque ou l'entreprise risquent de ne pas honorer leurs dettes à court terme. A titre d'exemple, on peut mentionner le cas de la Corée du Sud qui a été confrontée à des problèmes de ce genre, parce que la dette extérieure à court terme de son système bancaire a excédé les réserves du gouvernement en devises étrangères.

- **Divergences de monnaies** : Par définition, on parle de divergence de monnaies lorsqu'on contracte une dette dans une monnaie M^1 et que le revenu est indexé sur une monnaie M^2 (par hypothèse $M^1 \neq M^2$)[261]. En général, une divergence a lieu parce que la firme ou le gouvernement a emprunté en devises étrangères mais ses revenus sont perçus en monnaie locale. Selon Sachs et Radelet (1998)[262], une dévaluation de la monnaie stimule l'économie locale : les exportations augmentent et les importations baissent quand la production locale augmente et alors les produits locaux remplacent les produits importés. Cette dynamique fonctionne à court terme seulement si la dette des firmes ou du gouvernement est libellée en monnaie locale. Si une partie de la dette est libellée en devises étrangères - c'est le cas des économies émergentes - une divergence entre la dette libellée en devise étrangère et les revenues peut mener à une augmentation du fardeau de la dette sans être accompagnée d'une augmentation des capacités de paiement. Par conséquent, une dévaluation de la monnaie est exigée : les ajustements des taux de change sont nécessaires pour réduire un déficit des comptes courants qui ne peut plus être financé via des emprunts en devises étrangères. Cependant, l'ajustement du taux de change ne semble pas approprié dans les économies ayant contracté des dettes en devises étrangères. Les divergences entre les monnaies ont été pendant très longtemps une source de fragilité financière dans les économies émergentes. Plusieurs gouvernements ont connu des difficultés financières quand la dépréciation de la monnaie a augmenté la valeur de leurs dettes libellée en devises étrangères.

[260] Chang R. and Valesco A., *A Model of financial crises in Emerging Markets*, Quarterly Journal of Economics 116, N° 2, May 2001, p.489-517.
[261] Gertler M., Gilchrist S. and Natalucci F., *External Constraints on Monetary Policy and the Financial Accelerator*, edition New York University, New York, 2000.
[262] Sachs J.D. and Radelet S., *The Onset of the East Asian Financial Crisis*, NBER Working Paper N°6680, ed National Bureau of Economic Research, Cambridge, August 1998.

- **Divergences de capitaux**[263]**:** Un pays qui s'est financé par un dispositif permettant la répartition des pertes et les gains entre ses créanciers et ses investisseurs sera en meilleure situation que le pays qui assume seul l'ensemble des risques. Par exemple, le paiement de la dette est fixé à l'avance même pendant les mauvaises périodes telles que les récessions tandis que les dividendes sur les actions peuvent être réduits pendant les mauvaises périodes. Par conséquent, contrairement à la dette, les actions agissent comme une sorte de protection contre les chocs. Selon Pettis (2001)[264], dans les entreprises, le « risque de capitaux » se présente quand la dette est élevée par rapport aux fonds propres. Dans le cas des banques, les prêts sont plus élevés que les capitaux. Dans le cas du gouvernement, le risque des capitaux se présente quand la dette senior[265] est élevée par rapport à la dette junior ou si les revenus provenant de la privatisation ne sont pas utilisés pour réduire l'accumulation de la dette publique. Dans le cas d'un pays, le risque des capitaux se présente quand le pays dépend de la dette et non pas des investissements directs étrangers. Par exemple, plusieurs économies asiatiques ont financé leurs déficits extérieurs par la dette plutôt que par des fonds propres.

Les divergences de maturité, de monnaies et de capitaux augmentent les risques d'un choc tout en laissant l'entreprise, la banque, le ménage, le gouvernement, le secteur bancaire et même le pays avec plus de dette qu'il ne peut rembourser. Bien entendu, l'entreprise qui emprunte pour investir dans un projet qui s'avère défaillant va faire faillite et un gouvernement qui emprunte pour investir dans un modèle économique qui échoue à augmenter la croissance va aussi être confronté à des problèmes de dette. Les faiblesses financières d'une firme – ou d'un gouvernement – ne constituent pas l'unique source de risque. Les expériences récentes ont montré que les faiblesses de la balance des paiements peuvent être une importante source de risque. Un taux élevés d'endettement, notamment à court terme, augmente la vulnérabilité d'un pays aux chocs. Ce qui résulte dans certains cas par un défaut de paiement qui entraine une crise monétaire.

---

[263] Krugman P., *« Balance sheets, The Transfer Problem, and Financial Crises»*, ed Massachussetts Institute of Technology, Cambridge, January 1999. Disponible sur: http://web.mit.edu/krugman/www/FLOD.pdf

[264] Pettis M., *« The volatility Machine »,* edition Oxford University Press, Oxford, 2001, p.123-154.

[265] La **dette senior** est une dette bénéficiant de garanties spécifiques et dont le remboursement se fait prioritairement par rapport aux autres dettes, dites dettes subordonnées. Il s'agit donc d'une dette privilégiée. La **dette junior** (ou subordonnée) est le second niveau de dette. Elle peut prendre la forme d'un financement mezzanine ou d'un emprunt obligataire à haut rendement dont le remboursement intervient après celui de la dette senior. Source : www.vernimmen.net.

3 Les voies de transmission des crises

L'analyse de la balance des paiements est nécessaire pour comprendre les voies de transmission des crises. Elle nous explique comment une crise dans un secteur donné de l'économie peut produire un effet de boule de neige et mener à une crise plus large et comment des faiblesses financières causées par des stocks importants de dette à court terme et de dette en devises étrangères peuvent aggraver la situation.

- **Comme on l'a déjà vue dans la première partie, les liaisons intra sectorielles transmettent les vulnérabilités financières à travers les différents secteurs de l'économie:** Selon Mendoza et Arellano (2002)[266], pour comprendre comment les problèmes dans un secteur donné de l'économie d'un pays peuvent causer des problèmes dans les autres secteurs, il faut une analyse approfondie de la maturité, de la monnaie et de la structure de la balance des paiements, ainsi qu'une analyse des risques provenant de la dette domestique et des interdépendances financières existant entre les différents secteurs de l'économie. Les dettes domestiques dans un secteur donné constituent les actifs d'un autre secteur. Ces dettes ne figurent pas dans la balance des paiements du pays, cependant elles créent des interdépendances financières entre les secteurs clés, notamment le gouvernement et les secteurs financiers et non financiers (entreprises et ménages). Ces interdépendances financières augmentent le risque dans un secteur en difficulté et causent des crises assez grave et généralisées.

  Une analyse profonde des liaisons intra sectorielles montre l'importance du secteur bancaire domestique dans la propagation d'une crise. Les banques jouent un rôle important et sont ainsi vulnérables à l'instabilité financière. De plus, leur « santé financière » est en forte corrélation avec la « santé financière » des secteurs auxquels ils ont accordés des prêts, que ce soit les firmes, les ménages ou le gouvernement. Un déséquilibre du bilan des entreprises d'un pays donné peut créer des problèmes dans le secteur bancaire. A titre d'exemple, dans plusieurs économies émergentes, les banques domestiques ont reçu des dépôts en devises étrangères. Elles doivent accorder des prêts en devises étrangères pour limiter le risque direct lié aux devises

[266] Mendoza E. and Arellano C., *« Credit Frictions and Sudden Stops in Small Open Economies : An Equilibrium Business Cycle Framework for Emerging Market Crises »,* NBER Working Paper N°8880, edition National Bureau of Economic Research, Cambridge, April 2002, p.19-24.

étrangères. Cependant, si les banques prêtent aux firmes qui manquent de revenus en devises, la monnaie se dévalue et le secteur des entreprises risque une faillite. La détresse des firmes crée des problèmes pour les créanciers et le risque de dévaluation se transforme en risque de crédit pour les banques. Un gouvernement qui emprunte beaucoup du secteur bancaire domestique met le système bancaire en danger s'il ne peut plus rembourser sa dette.

Afin d'illustrer comment les faiblesses dans un secteur donné de l'économie peuvent causer une forme de vulnérabilité externe, Cavallo et al. (2002)[267] supposent que le déficit budgétaire du gouvernement n'évince pas les investissements domestiques et mène à un déficit de comptes courant de la même ampleur. Le gouvernement peut financer le déficit budgétaire et le déficit des comptes courant en vendant ses obligations souveraines – obligations émises par l'Etat dans une autre monnaie que la sienne – aux investisseurs étrangers. Le gouvernement éloigne ainsi le risque de dévaluation et couvre le déficit des comptes courant. Alternativement, le gouvernement peut financer son déficit budgétaire en vendant ses obligations domestiques au secteur bancaire domestique. Toutefois, les dépôts domestiques ayant déjà financé des investissements privés, le secteur bancaire doit alors emprunter à l'étranger pour financer l'acquisition d'obligations gouvernementales.

Si les banques contractent des emprunts intra bancaires à court terme pour acheter les obligations, elles prennent un risque de dévaluation de la monnaie que le gouvernement aurait pu prendre auparavant. Le pays court un grand risque : si le gouvernement n'est pas capable de rembourser ses dettes, le système bancaire risque l'insolvabilité.

- **Interaction entre les politiques et les faiblesses structurelles pendant une crise :** Si le pays n'a pas assez de réserves en devises étrangères, la réticence de certains créanciers à rééchelonner la dette peut pousser d'autres créanciers à agir de la même manière. Si tous les créanciers refusent le rééchelonnement de la dette, le pays risque une crise (Sachs 1995[268]). Dans le pire des cas, la crainte d'une crise pousse les créanciers à réclamer le remboursement de la dette, ce qui va immanquablement créer une crise financière dans le pays en

[267] Cavallo M. et al., *« Exchange Rate Overshooting and the Costs of Floating »,* ed New York University Press, April 2002, p.126-140.
[268] Sachs J.D., *« Do We Need an International Lender of Last Resort? »,* Princeton University Press, April 20, 1995.

question. Les investisseurs se retirent du pays quand la solvabilité à long terme de ce dernier est en question. De plus, la vitesse de la fuite des capitaux dépend du taux d'endettement à court terme. Les pays ayant des politiques économiques viables, valides et peu de dette peuvent toujours faire face même avec des stocks important de dette à court terme. La crédibilité de la politique économique du pays lui permet de garder la confiance des investisseurs même pendant les crises, empêchant ainsi les faiblesses financières potentielles de se transformer en problèmes sérieux. Inversement, les pays menant une mauvaise politique économique ne pourront pas survivre à long terme s'ils dépendent d'un financement à court terme.

Selon Roubini et Sester (2003)[269], une forte dépendance à la dette extérieure peut aussi déclencher une crise. A titre d'exemple, les firmes qui ont emprunté en devises étrangères sans compenser l'emprunt par des avoirs en devises prennent des mesures pour se protéger quand le risque de l'effondrement du taux de change fixe est avéré. Si les firmes achètent des devises avant que le taux de change ne s'effondre, ils augmentent la pression sur les réserves du gouvernement. S'ils attendent l'effondrement du taux de change, ils exercent une pression sur le taux de change nominal et contribuent ainsi à l'effondrement de ce dernier. Cela cause des perturbations du taux de change, des difficultés dans les secteurs ayant contracté des dettes en devises étrangères, une sévère crise bancaire, un boom de crédit et des baisses considérables de l'activité économique. L'ex secrétaire du ministère des finances américains Lawrence Summers a parlé de la « crise du 21ème siècle » afin de différencier les crises des années 1990 de la crise bancaire des années 1980. Le FMI préfère utiliser le terme « crise financière » en notant la différence entre les pressions provenant des revirements rapide des flux des capitaux et celles provenant des augmentations du déficit des comptes courant (Calvo 1998[270]).

[269] Roubini N. and Setser B., *Improving the Sovereign Debt Restructuring Process: Problems in Restructuring, Proposed Solutions, and a Roadmap for Reform*, Unpublished paper, 2003, p.25-30. Disponible sur: www.iie.com/publications/papers/roubini-setser0303.pdf. le 11-06-2007.

[270] Calvo G., *« Capital Flows and Capital Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops », Journa of Applied Economics 1, N° 1, 1998, P. 35-54.*

II La crise asiatique à travers les sources de vulnérabilités et structure de la dette dans quatre pays asiatiques.

En Asie de l'Est, les déficits budgétaires et la dette du gouvernement n'ont pas constitué la source directe de la crise : le boom d'investissement mené par le secteur privé a alimenté les déficits budgétaires asiatiques. Bien que les vulnérabilités diffèrent d'un pays à un autre, les pays de l'Est asiatiques partagent certaines caractéristiques. La crise a frappé fortement la Thaïlande, L'Indonésie et la Corée du Sud ; les Philippines, Singapour et Hong-Kong ont connu une baisse de la croissance mais ont évité les crises de paiements. La Malaisie constitue un cas intermédiaire. Ce pays a également connu une crise monétaire, mais légèrement différente. Il présentait un énorme déficit des comptes courants avant 1997, financé par les investissements directs étrangers et les capitaux locaux. Bien qu'elle ait partagé les mêmes problèmes que les autres économies asiatiques, la Malaisie avait un niveau moins élevés de dette à court terme. Elle a donc pu éviter à la fois une restructuration de la dette et le programme du FMI mais elle n'a pas pu éviter une forte dépréciation de la monnaie et une sortie massive de capitaux. Tous les pays cité ci-dessus avaient un taux de change fixe ou semi fixe. Plusieurs parmi eux ont financé leurs déficits par l'endettement. La dette extérieure des banques domestiques et des firmes, le plus souvent à court terme et libellée en devises étrangères, a financé les déficits de la balance des comptes courants.

Les liens existants entre les banques et les firmes ont incité à l'endettement et aux investissements non rentables. Ces incitations combinées à la libéralisation des capitaux au début des années 1990 sont devenues particulièrement dangereuses pour l'Asie, d'autant plus que les banques domestiques n'avaient pas les compétences pour gérer une nouvelle crise et que la régulation bancaire était inadéquate.

1 - La Thaïlande : L'immobilier

Le cas de la Thaïlande est un exemple irréfutable de la manière dont la disparité de la structure des capitaux et de la maturité du secteur privé a entraîné une détérioration de la balance des paiements ; il offre également un exemple de la manière dont les liaisons entre les différents secteurs de l'économie mènent à la crise.

Tableau 1 Dette extérieure de la Thaïlande (1990-1999)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
(en millions de dollars)										
Dette extérieure totale	29 308	37 878	43 621	52 107	64 867	100 832	108 742	109 276	105 062	95 051
Dette extérieure à court-terme	10 417	15 391	18 914	22 634	29 179	52 398	47 743	38 294	28 421	19 539
Dette extérieure à long-terme	18 891	22 487	24 707	29 473	35 688	48 434	60 999	70 982	76 641	75 512
Ratio dette / PIB (%)	40,1	44,4	44,3	46,7	51,1	69,1	65,9	64,8	69,9	72,9

Source: Site web de la Banque de la Thaïlande.
http://www2.bot.or.th/statistics/ReportPage.aspx?reportID=81&language=eng

La Thaïlande avait un déficit des comptes courants important avant la crise de 1997, et son économie présentait des signes évidents de surchauffe. La Thaïlande a augmenté son stock de dette extérieure à court terme pour financer le déficit des comptes courant. Entre Juin 1994 et Juin 1997, la dette à court terme Thaïlandaise est passée de 29,2 millions de dollars américains à 47,7 millions, soit une augmentation de 18,5 millions. Les réserves en devises étrangères de la Thaïlande ont augmenté à un rythme plus faible. L'augmentation de 18,5 millions de dollars américains, pendant 3 ans, a financé une grande partie du déficit des comptes courants, pendant la même période[271]. La dette extérieure à court terme de la Thaïlande a dépassé 25% du PIB[272]. Les banques domestiques Thaïlandaises ont contractés des dettes libellées en devises étrangères. Résultat : la dette à court terme du secteur financier a dépassé les réserves en devises étrangères du gouvernement (ainsi que les réserves des banques), créant ainsi un déséquilibre de maturité classique et une forte dépendance à la dette plutôt –qu'aux IDE pour financer les déficits de la balance des comptes courants, ce qui a laissé la Thaïlande sans protection contre les chocs.

[271] BIS Quarterly Review : « *International Banking and Financial Developments »,* edition Bank for International Settlements, September 1998, p.15.
[272] Ibid, p.16.

Tableau 2 Indicateurs macroéconomiques de la Thaïlande (1990-1999)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
PIB *(en billions de baht)*	2 184	2 507	2 831	3 165	3 629	4 186	4 611	4 733	4 626	4 637
variation (%)	17,5	14,8	12,9	11,8	14,7	15,3	10,1	2,6	-2,2	0,2
Exportations (en billions de $)	22,9	28,3	32,2	36,6	44,7	55,7	54,7	56,7	52,8	56,8
variation (%)	15,0	23,5	13,7	13,4	22,1	24,8	-1,9	3,8	-6,7	7,4
Importations *(en billions de $)*	32,7	37,8	40,1	45,1	53,4	70,4	70,8	61,3	40,7	47,5
variation (%)	29,7	15,6	6,0	12,3	18,4	31,9	0,5	-13,4	-33,7	16,9
Balance commerciale *(en billions de $)*	-9,8	-9,5	-7,9	-8,5	-8,7	-14,7	-16,1	-4,6	12,2	9,3
Balance des comptes courants *(en billions de $)*	-7,1	-7,4	-6,1	-6,1	-7,8	-13,2	-14,3	-3,1	14,3	12,5
en % du PIB	-8,3	-7,5	-5,4	-4,8	-5,4	-7,8	-7,9	-2,0	12,7	10,2
Balance des paiements *(en billions de $)*	3,8	4,2	3,0	3,9	4,2	7,2	2,2	-10,6	1,7	4,6
Réserves de change *(en billions de $)*	14,3	18,4	21,2	25,4	30,3	37,0	38,7	27,0	29,5	34,8
Dette extérieure totale *(en billions de $)*	29,3	37,8	43,6	52,1	64,8	100,8	108,7	109,2	105,0	95,0
dont dette publique	11,5	12,8	13,1	14,2	15,7	16,4	16,8	24,1	31,6	36,2
Taux de change										
baht/dollar américain	25,59	25,52	25,40	25,32	25,15	24,92	25,34	31,37	41,37	37,84

Source: Site web de la Banque de la Thaïlande.
http://www2.bot.or.th/statistics/ReportPage.aspx?reportID=409&language=eng

Pourtant, La Thaïlande avait enregistré les meilleurs records de croissance économique dans le monde depuis 1960. Entre 1985 et 1995, les finances publiques connaissaient invariablement des excédents budgétaires quand les comptes courants de la balance des paiements étaient régulièrement déficitaires, étant donné l'entrée massive de capitaux étrangers. En 1995 et 1996[273], ce déficit était de l'ordre de 7% du PIB (alors que l'excédent

[273] Ibid, p.19.

budgétaire de l'État représentait 3% du PIB). Cette croissance a été brutalement stoppée en 1997, et en 1998 la Thaïlande était au milieu de la pire crise économique de son histoire moderne. Comment un pays qui a connu une croissance spectaculaire dans le passé, peut-il connaître des difficultés pareilles? Les arrangements institutionnels du secteur public et du secteur privé qui ont soutenu une croissance rapide au cours des dernières décennies se sont révélés insuffisants pour relever les défis de la concurrence industrielle des autres pays en voie de développement et la libéralisation financière rapide des années 1990. Dans un premier temps, nous allons examiner les raisons pour lesquelles les politiques de libéralisation financière qui ont conduit à une croissance rapide après 1960 n'ont pas été suffisants pour relever le défi de la concurrence industrielle croissante des autres pays en voie de développement. Par la suite nous expliquerons comment ces arrangements ont conduit à la crise économique en 1997.

1.1 - Les institutions Thaïlandaises et la libéralisation financière

La crise économique (voir figure 4 page 100) trouve son origine dans l'afflux massif de capitaux étrangers associé à l'expansion rapide du crédit et de la masse monétaire qui ont causé une certaine surchauffe, des pressions inflationnistes et par la suite conduit à la crise économique. Cette crise a plusieurs causes (1) les erreurs politiques commises par la banque de la Thaïlande quand elle a procédé à la libéralisation financière, (2) les garanties implicites du gouvernement thaïlandais et de la Banque de la Thaïlande que les banques commerciales ne seraient pas emmenées à faire faillite, (3) les faiblesses institutionnelles au sein du ministère des finances et de la Banque Centrale et (4) le système électoral qui favorisait les gouvernements instables[274].

1.2 - Les politiques de libéralisation

La première raison de la crise financière était la façon dont la Banque de la Thaïlande a procédé à la libéralisation financière afin d'attirer les fonds d'investissement provenant des marchés de capitaux mondiaux. Elle a pris plusieurs mesures qui ont directement contribué à la crise: afin de faciliter l'afflux de capitaux étrangers, la Banque de la Thaïlande a maintenu un taux d'intérêt domestique élevé et a adopté un taux de change fixe du baht par rapport au dollar américain. Les décisions étaient prises par un petit nombre de personnes qui n'étaient pas préparées à faire face aux complexités de la libéralisation financière. Premièrement, au

[274] Allen M. et al., *A Balance Sheet Approach to financial Crisis*, IMF Working Paper N°02/210, ed IMF, Washington, December 2002, p.32-40. Disponible sur: www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02210.pdf.

cours des années 1970, le gouvernement a favorisé la croissance des sociétés de financement comme un moyen de stimuler la concurrence au sein d'un secteur financier dominé par un petit nombre de banques commerciales puissantes (Doner et Unger, 1993[275]). Cette augmentation du nombre de sociétés financières était contrôlée par des responsables gouvernementaux. Des mesures ont été également mises en place pour faciliter l'afflux des fonds d'investissements étrangers. En 1990, la Thaïlande a accepté l'article VIII du Fonds Monétaire International, qui a supprimé tous les contrôles sur les opérations de change des comptes courants. En 1993, le 'Bangkok International Banking Facilities (BIBF) » fut créé dans le but d'accroître les flux de capitaux nécessaires pour soutenir une croissance économique rapide et de transformer la Thaïlande en un centre financier régional. Quarante deux licences ont été accordées aux banques commerciales Thaïlandaises et étrangères, leur permettant d'engager un certain nombre d'activités de change. La plus importante fut « la licence de gérer les dépôts et les prêts provenant de l'étranger et les prêts libellés en devises étrangères pour … les marchés locaux" (Thanisr 1992[276]). Le 'BIBF' avait pour objectif de faciliter l'accès des entreprises thaïlandaises aux prêts libellés en devises, avec les banques agissant en qualité d'intermédiaires » (Ammar, 1997[277]).

La seconde politique qui a mené à la crise était le maintien d'un taux d'intérêt élevé afin de limiter la demande globale et de garder un taux d'inflation relativement faible, bien que certains économistes avaient averti depuis longtemps qu'une politique monétaire accompagnée de taux de change fixe et d'une ouverture des marchés de capitaux était inefficace. Les taux d'intérêt élevés ont encouragé les entreprises thaïlandaises à emprunter à l'étranger à des coûts moindres que ceux auxquels elles pouvaient emprunter sur le marché domestique.

Les quarante deux titulaires de permis BIBF pouvaient emprunter des dollars «en continuant à réaliser des profits tout en prêtant ces dollars aux clients locaux à des taux d'intérêts inférieur à ceux des prêts libellés en bahts» parce que les taux d'intérêt sur ces prêts libellés en dollars étaient 4-6% inférieurs à ceux libellés en baht (Bello 1997[278]). Les mesures prises par la banque de la Thaïlande afin de ralentir la surchauffe de l'économie en augmentant les taux d'intérêt, en 1995, ont causé une augmentation rapide des emprunts. À la fin de 1996, 31,2 milliards de dollars avaient été prêtés ou près de la moitié du total de la dette

[275] Doner R.F. and Unger D., *The Politics of finance in Thai Economic Development*, In Haggard S. and Ithaca A., *The Politics of Finance in Developing Countries*, ed Cornell University Press, New York, 1993.
[276] Thansir C., *« BIBF : Essence and Impacts »,* Bangkok Bank Monthly Review, September 1992, p.9-11.
[277] Ammar S., *« Can a Developping Economy Manage its Macroeconomy ? The case of Thailand*, In "Thailand's Boom and Bust", edThailand Development Research Institute, 1997.
[278] Bello W., *Addicted to Foreign Capital*, Bangkok Bank Monthly Review, December 3, 1997.

extérieure privée. Il s'agit pour l'essentiel des prêts à court terme et la plupart n'étaient pas couverts contre les fluctuations monétaires.

La troisième étape de la série d'erreurs était de garder le baht rattaché à un panier de monnaies avec le dollar pondéré à 80% du total. Quand le dollar s'est apprécié au milieu des années 1990, les exportations thaïlandaises sont devenues moins compétitives. L'autre facteur nocif était de pousser les emprunteurs à croire que le gouvernement allait les soutenir sous pression d'une éventuelle dévaluation de la monnaie. Les entreprises locales ont cru qu'elles pouvaient emprunter des dollars, les convertir en baht, puis rembourser les dettes au même taux de change que celui au cours duquel elles avaient emprunté. Les investisseurs étrangers ont cru qu'ils pourraient investir dans le marché boursier thaïlandais ou acheter les obligations du gouvernement, et convertir leurs investissements en baht et par la suite en dollars avec peu de risques, voire aucun. (Kirida 1997)[279].

1.3 - Garanties et Aléa Moral

Si ces fonds avaient été utilisés de façon productive, les trois précédentes étapes n'auraient pas eu ces effets désastreux. Mais une grande partie du capital circulant en Thaïlande n'a pas été investi dans des projets rentables. Une partie importante de ces capitaux a été investie dans l'immobilier et dans des projets commerciaux et industriels à faible rendement. Le ratio de la production des entreprises thaïlandaises en pourcentage du capital circulant est passé de 0,5 mi-1987 à environ 0,25 en 1996, et le retour/profit de tous les actifs non financiers des entreprises cotées sur le marché boursier thaïlandais est passé de 7,5% en 1991 à 2,3% en 1996[280]. Afin d'expliquer ce qui s'est passé en Thaïlande, il est important de connaître la raison pour laquelle une partie importante de ce capital a été allouée d'une mauvaise manière. Il y a trois réponses possibles à cette question.

La première est que le capital a afflué dans l'immobilier parce que ce dernier pourrait être utilisé comme garantie pour les prêts bancaires. La plupart des entreprises thaïlandaise étaient des entreprises familiales et leur développement dépendait fortement des emprunts bancaires. Les institutions financières accordent des prêts plus facilement quand la terre ou l'immobilier est mis en gage. Normalement, le montant des prêts accordés est inférieur à la valeur de la garantie. Mais lorsque les prix des terres augmentent rapidement, comme pendant

---

[279] Kirida B., *« Thailand's Road to Economic Crisis: A brief overview »,* In Hewison K., "*Political Change in Thailand: Democracy and Participation*", ed Routledge, New York, 1997.

[280] Parista Y., "*Recovery efforts return to square one*", In Hewison K., "*Political Change in Thailand: Democracy and Participation*", ed Routledge, New York, 1997.

l'expansion économique des années 1988-1995, les investissements fonciers et immobiliers deviennent encore plus rentables, ce qui mène à une augmentation des emprunts. Une partie de l'augmentation de la dette a été utilisée pour acheter encore plus de terres, ce qui a augmenté davantage les prix, et ainsi de suite. (Ammar 1997[281]). Tous les capitaux n'ont pas été investis dans l'immobilier bien entendu, et la structure familiale des entreprises thaïlandaises n'était pas la seule raison de la mauvaise allocation des investissements.

La deuxième raison de la mauvaise allocation du capital par les entrepreneurs était le prolongement du boom économique et les importants flux de capitaux étrangers qui ont contribué à l'inflation rendant « plus attrayant de produire pour la consommation intérieure car les prix pourraient être augmentés sans crainte et sans concurrence étrangère »[282]. Cela signifie que davantage de capitaux ont afflué dans des secteurs protégés tels que les biens immobiliers, les produits pétrochimiques et l'acier.

La troisième réponse réside dans le système bancaire thaïlandais lui-même. Pourquoi les banques thaïlandaises et les sociétés financières ont-elles continué à accorder des prêts dans de telles conditions? Paul Krugman suggère que le problème a commencé avec les banques commerciales et les autres institutions financières dont le passif était perçu comme une garantie implicite, mais qui étaient essentiellement non réglementées et donc soumises à des problèmes d'aléa moral. Les prêts excessivement risqués de ces institutions ont créé une inflation - non pas des marchandises mais des prix des actifs. La surenchère des actifs était soutenue par une sorte de processus circulaire dans lequel la prolifération des prêts risqués a augmenté les prix des actifs risqués, ce qui a rendu la situation financière des intermédiaires plus solide qu'elle ne l'était (Krugman, 1998)[283]. Ce problème fut aggravé par la mondialisation des marchés financiers. Si les banques thaïlandaises et les sociétés financières avaient seulement eu accès au capital disponible en Thaïlande, le problème ne serait pas devenu aussi grave. L'accès au marché mondial de capitaux a permis à la bulle des actifs de se développer d'une manière beaucoup plus importante.

Les banques commerciales thaïlandaises étaient politiquement puissantes depuis des décennies. Elles ont servi les hommes politiques thaïlandais à l'ère des Sarit, et par la suite ont accordé les fonds et les financements nécessaires aux exportations de produits de base et à

---

[281] Ammar S., *« Can a Developping Economy Manage its Macroeconomy ? The case of Thailand»*, In "Thailand's Boom and Bust", edThailand Development Research Institute, 1997.
[282] Ibid, p.56.
[283] Krugman P., *«What happened to Asia?»*, January 1998, disponible sur http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html.

la croissance industrielle (Doner et Unger 1993[284]). Cette combinaison de l'influence économique et politique a assuré la survie des quinze banques commerciales thaïlandaises. Quand trois banques thaïlandaises ont rencontré des difficultés entre 1983 et 1986, le gouvernement les a dépannées avec des prêts de 10 milliards de baht à taux réduit et 2 milliards de baht en fonds de roulement (Doner et Unger 1993). Au même moment, la Banque mondiale a averti que la Thaïlande avait tendance à protéger la solvabilité et la stabilité des banques et des institutions financières plutôt que de favoriser l'efficacité et la concurrence au sens large ou de réorganiser les sociétés financières insolvables. Et comme les politiques de réglementation favorisaient la libre circulation des capitaux… les autorités thaïlandaises devaient contraindre les institutions à se réorganiser ou à disparaître en cas de besoin, sans affecter la fiabilité financière et la stabilité du système financier dans son ensemble. Ce conseil n'a pas été suivi. Les banquiers et les sociétés financières ont continué à financer des projets à risque dans l'espoir qu'ils jouiront de profits élevés, alors que le gouvernement devait couvrir les fortes pertes. Une étude réalisée par le Département de Recherche de la Banque de Bangkok a constaté qu'au début 1997 « l'expérience a montré que jusqu'à présent, à chaque fois que les institutions financières ont rencontré des difficultés financières, les autorités sont intervenues afin de les aider à demeurer solvables notamment à travers le Fonds de développement des institutions financières »[285]. Lorsque 'Bangkok Bank of Commerce' (BBC) a connu des difficultés financières en 1994 et 1995, la Banque de Thaïlande l'a soutenue avec près de 7 milliards de dollars provenant du Fonds de développement des institutions financières de la banque (Ammar 1997). La BBC a été soutenue, même si elle avait violé plusieurs ordres de la Banque Centrale par des comportements frauduleux. La plupart des prêts irrécouvrables de la BBC ont été accordés aux hommes politiques du parti thaïlandais 'Chat', qui avait récupéré les prêts sans garanties suffisantes et les avait utilisés dans l'immobilier (Parista 1996[286]). En 1996, des problèmes dans plusieurs sociétés de financement et des petites banques ont suivi les difficultés qu'a rencontrées la BBC. Les hauts responsables de la Banque de la Thaïlande ont assuré les déposants que tous les dépôts seraient garantis, avec l'argument souligné par Paul Krugman: «

[284] Doner R.F. and Unger D., *The Politics of finance in Thai Economic Development*, In Haggard S. and Ithaca A., *The Politics of Finance in Developing Countries*, ed Cornell University Press, New York, 1993, p.100-118.

[285] *« Financial Institution Crisis: From Japan, Korea to Thailand»,* Research Department Bangkok Bank PCL, 1997. Disponible sur: http://bbl.co.th/research/jun_pr1.htm.

[286] Parista Y., *Banking and Finance: Public faith severely shaken*, Bangkok Post Year End Economic Review, 1996, p.18-20.

… que la garantie sera étendue aux créanciers des compagnies financières également » (Ammar 1997).

Ces garanties peuvent fonctionner, et le cycle de l'inflation des actifs se poursuivre, aussi longtemps que la Banque Centrale continue de soutenir les banques et les institutions financières en détresse et pour autant qu'elle est capable de le faire. Cette rescousse devenait de plus en plus difficile pour la Banque de la Thaïlande en 1997. En plus du sauvetage des banques et des institutions financières en difficulté, la défense du baht contre les attaques des spéculateurs étrangers en novembre 1996 et en février et mai 1997 ont été extrêmement coûteuses. La 'Financial Institution Development Fund' FIDF a prêté plus d'un billion de baht dans une tentative de renforcer les sociétés financières affaiblies.

Une alternative pour défendre le baht aurait été de dévaluer ce dernier, mais la banque de Thaïlande a rejeté cette alternative. Les principales raisons semblent avoir été que la banque supposait que les problèmes étaient à court terme et pourraient être surmontés sans dévaluation (Ammar, 1997, p.66-67). Par ailleurs, du point de vue de la Banque Centrale, il y a rarement un bon moment pour dévaluer. Quand l'économie est stable, il n'est pas nécessaire de dévaluer. Quand l'économie est instable, ce n'est pas le moment de dévaluer parce qu'une dévaluation pourrait provoquer une plus grande instabilité. Même si la Banque Centrale avait décidé qu'il était nécessaire de dévaluer le baht, il aurait été politiquement très difficile de le faire. Les banques et les autres institutions macro-économiques n'avaient plus l'autonomie politique qu'ils avaient dans les décennies passées. Une dévaluation du baht fin 1996 ou début 1997 aurait laissé de nombreuses entreprises et banques avec de graves difficultés financières, car celles-ci auraient dû rembourser les prêts libellés en devises étrangères par un baht dévalué. Ces entreprises politiquement influentes auraient pu mettre la pression sur un gouvernement faible afin de ne pas dévaluer le baht.

En juillet, la Banque de Thaïlande avait épuisé les réserves de change en défendant le baht et était donc contrainte de laisser flotter ce dernier le 2 juillet. Le baht s'est dévalué très vite. À l'été 1997, l'économie thaïlandaise était un «désastre en attente de se produire». La forte dépendance des entreprises à la dette a augmenté rapidement dans les années 1990. En particulier pour les entreprises non financières … le ratio moyen dette/actif est passé de 1,58 à 1,98 entre 1994 et 1996, et leurs profits avant impôts sont passés de 14,2% à 10,7%" (Ammar 1997)[287]. Les entreprises non bancaires du secteur privé avaient 63 milliards de dollars de dette fin 1996, et 29,2 milliards de dollars dont l'échéance était de moins d'un an (Ammar

[287] Ammar S. (1997), op cité.

1997). Les entreprises avaient accumulé une dette qui dépendait de la croissance économique rapide, mais le ralentissement des exportations en 1996 a été un signal que la croissance rapide des 10 dernières années n'était pas susceptible de continuer.

Un grand nombre d'entreprises avait emprunté des dollars et devaient rembourser ces prêts en dollars. Pourtant, leurs revenus étaient en baht. Pour empirer encore la situation, la plupart des fonds empruntés à l'étranger n'étaient pas couvert. Les entreprises supposaient qu'il n'y avait aucune raison de payer les frais de couverture parce qu'ils croyaient que la valeur du baht resterait stable vis-à-vis du dollar. Quand ces emprunteurs ont commencé à convertir le baht en dollars avant que la valeur du baht ne baisse encore davantage, ils ont dévalué le baht par leurs actions. Les entreprises ne pouvaient plus rembourser les prêts aux banques et aux entreprises financières, ce qui a entraîné des énormes pertes, et a enclenché "une spirale de la déflation des actifs et de la désintermédiation" (Krugman, 1998).

En août 1997, la Thaïlande était obligée de demander l'aide du Fonds Monétaire International. Le FMI a organisé un paquet de $ 17,2 milliards qui comprenait des crédits de réserves de $ 4 milliards. De ce montant, $ 14,5 milliards provenaient d'autres pays asiatiques et $ 2,7 milliards provenaient de prêts d'ajustement structurel de la Banque mondiale et de la Banque de Développement Asiatique (Soonruth et Chiratas 1997[288]).

1.4 - Les faiblesses institutionnelles

Selon Ammar S. le «déclin de la technocratie» et les nouveaux challenges imposés par les politiques de libéralisation ont aggravé la crise financière en Thaïlande[289]. La technocratie est constituée des fonctionnaires chargés de la politique budgétaire siégeant au Ministère des finances et des responsables de la politique monétaire siégeant à la Banque de Thaïlande. Comme le note Ammar, la qualité et l'autonomie de la politique budgétaire a diminué ; cependant l'essor économique du pays a masqué cette baisse, jusqu'à fin 1996.

Les problèmes de la Banque Centrale, l'organisme responsable du maintien d'un taux de change fixe et de la supervision des banques, étaient plus critiques. Selon Ammar, la méthode de gestion de la Banque de Thaïlande était ancienne et indépendante du ministère des Finances. La structure de gestion et l'organisation de la Banque de Thaïlande ont été établie au cours des années 1950 et 1960 par le gouverneur de la Banque Dr. Puey Ungphakorn. L'institution qu'il a menée a été imprégnée par un esprit de forte intégrité. Ce qui

[288] Soonruth B. and Chiratas N., *« Banking and Finance: The Year They Sank the Baht »,* Bangkok Post Year Economic Review, 1997. Disponible sur: http://www.bangkokpost.net/ecoreview97/review9704.html.

[289] Ammar S., *« Can a Developping Economy Manage its Macroeconomy ? The case of Thailand*, In *Thailand's Boom and Bust*, edition Thailand Development Research Institute, 1997.

lui a donné une autorité et lui a permis de jouir d'une autonomie et d'une indépendance vis-à-vis du ministre des Finances. La structure de gestion était conçue pour les années 1960 et il y avait à l'évidence une lacune entre la direction et le reste du personnel en termes d'âge, d'expérience et d'autorité, une disparité qui a été compensé par le charisme et l'autorité du Dr Puey. La concentration du pouvoir dans les mains du gouverneur avait un sens lorsque l'objectif était de protéger la banque de l'armée. Entre 1960 et 1995, environ 160 personnes choisies parmi les meilleurs étudiants dans les écoles et les universités de Thaïlande, ont reçu une bourse d'étude de la Banque de Thaïlande afin qu'ils puissent poursuivre leurs études dans des universités étrangères ayant une certaine renommées. Après leur retour en Thaïlande, ces diplômés ont occupé des postes de gestion dans la Banque et ont commencé à monter les échelons. A titre d'exemple, Vijit Supinit a été nommé gouverneur de la Banque de Thaïlande en octobre 1990 - Vijit Supinit était parmi le premier groupe de chercheurs envoyés à l'étranger. Cependant, il y avait une concurrence aux seins du personnel, ce qui a abouti à des factions, à une incapacité à faire un usage efficace du personnel de la banque et à une détérioration de l'éthique de dévouement à l'intérêt public.

Bien qu'Ammar ne mentionne pas cela, la Banque Centrale n'était pas préparée à la libéralisation rapide[290]. Selon Handley (1997), les fonctionnaires de la Banque étaient clairement non préparés à l'innovation apportée par le nouveau capitalisme à la Bourse du pays. Par exemple, les chefs d'entreprise pouvaient introduire une nouvelle entreprise en bourse et par la suite, en introduisant une filiale ou des sociétés liées, transférer les actifs et les profits d'une société du groupe à la société cotée».

1.5 - Règles électorales, parties politiques et les coalitions.

Les difficultés financières qui sont survenues au cours de l'été et l'automne de 1997 ont mis en évidence les lacunes des politiques économiques de la Thaïlande. Tant que les organismes macro-économiques avaient un contrôle ferme sur la politique monétaire et budgétaire et tant que le taux de change du baht était indexé au dollar, l'instabilité gouvernementale avait relativement peu d'effet sur les performances économique. En 1997 le baht n'était plus indexé au dollar ce qui a créée un lien direct entre la politique intérieure de la Thaïlande et la confiance internationale dans sa monnaie. En octobre 1997, Standard and Poor's[291] a déclassé l'évaluation de la monnaie thaïlandaise à long terme de A- à BBB, en citant la confusion politique comme cause principale : «Le patronage politique a nui à la

[290] Handley P., *More of the same?: Politics and business, 1987-96*, ed. Routledge & Kegan Paul, 1997, p.94.
[291] Standard and Poor's est l'une des agences de notation financière agréer par le gouvernement américain.

capacité des technocrates à gérer le stress financier en cours, tandis que le paysage politique Thaïlandais est fragmenté et offre peu de perspectives de la gouvernance cohérente à court terme» (cité dans Parista 1997; Sooruth et Chiratas 1997[292]). Même après que le nouveau gouvernement Chuan Leekpai a pris ses fonctions, les agences d'évaluation de crédit ont continué de critiquer la politique thaïlandaise. En décembre, Thomson Bank Watch a déclassé le coefficient du risque de la dette souveraine Thaïlandaise à "BBB–", citant « une gouvernance inadéquate qui n'a pas réussi à inspirer la confiance, menant soit à une stabilité plus grande soit à une fuite excessive des capitaux » (BankWatch 1997)[293]. Il existe plusieurs façons selon lesquelles le système politique a miné la capacité de la Thaïlande à aborder les problèmes et la confiance des investisseurs étrangers.

En premier lieu, pendant la majeure partie de l'histoire thaïlandaise depuis 1932, les partis politiques étaient interdits ou lorsqu'ils étaient autorisés, éloignés des questions centrales de la politique nationale qui sont restées entre les mains des chefs militaires ou des technocrates. Ils n'ont eu aucun mot à dire dans l'élaboration des budgets; les débats sur la politique budgétaire était axés non pas sur la taille du budget ou des impôts mais sur l'allocation budgétaire (Ammar 1997[294]).

Le deuxième point faible était le système électoral. En 1997, quand Chuan Leekpai a pris le pouvoir, les 200 membres du sénat étaient nommés par le premier ministre. Le parlement était composé de 393 membres sur la base d'un ratio d'un membre/150 000 personnes. Les circonscriptions provinciales constituaient environ 80% des sièges, avec un tiers des voix en provenance de la région du Nord seulement. Ceci résulte du fait que les électeurs ruraux ne sont pas concernés ou exposés aux grandes questions familières aux électeurs de Bangkok. (Surin et McCargo 1998[295]). Le système des « membres multifonctions » a permis aux électeurs de soutenir les candidats sur une base individuelle et non pas selon les politiques des partis, ce qui a encouragé la concurrence entre les candidats d'un même parti. Le résultat n'était pas le développement des programmes électoraux des partis, mais plutôt des campagnes électorales à coût élevé. Les hommes politiques ont maintenu leurs propres réseaux de soutien, fondés sur des réseaux d'entreprises locales,

---

[292] Parista Y., *Banking and Finance: Public faith severely shaken*, Bangkok Post Year End Economic Review, 1996, p.32; et
Soonruth B. and Chiratas N., *« Banking and Finance: The Year They Sank the Baht »,* Bangkok Post Year Economic Review, 1997. Disponible sur: http://www.bangkokpost.net/ecoreview97/review9704.html.
[293] *« BankWatch downgrades Thailand's sovereign risk»,* Bangkok post, December 5, 1997.
[294] Ammar (1997), op cité.
[295] Surin M. and McCargo D., *Thailand to Raise Structural Steel Imports Duty*, In Hewison K., *Political Change in Thailand: Democracy and Participation*, Ed Routledge, New York, 1998, p.35.

capables de gérer ces circonscriptions (Pasuk et Baker, 1998[296]). Pour continuer à gagner des votes, un politicien devait maintenir ces réseaux ainsi que le soutien de personnes influentes. Beaucoup de ces personnes étaient des chef d'entreprises locales, des fonctionnaires ou des dirigeants locaux puissants impliqués dans une variété d'activités légales et illégales connu sous le nom de *Chao Pho*.

Ce système a également encouragé l'instabilité au sein du gouvernement. La loyauté envers un parti politique n'était pas pertinente pour de nombreux membres de parti. Si un membre du parlement a plus de chance de trouver un siège au gouvernement en abandonnant son parti et en rejoignant un autre parti politique, il ou elle le fera. La plupart des partis sont aujourd'hui considérés comme des factions instables de politiciens qui ont facilement quitté un parti pour en rejoindre un autre si ceci leur permet d'avoir un siège au gouvernement (Ockey 1994[297]). Bien qu'il existe des exceptions, comme les démocrates, les nouveaux partis ne cessent de se former et se dissoudre. La formation du gouvernement Thaï est un exercice complexe dans la répartition des sièges et des membres. Démocratiquement élu, le gouvernement Thaï est une coalition instable de plusieurs partis sujets à la division et à l'effondrement[298].

Il s'agit alors d'un arrangement institutionnel avec de graves défauts dans une nouvelle ère de flottement du baht et de crise économique.

Tout d'abord, il n'y a aucune garantie que des personnes compétentes occuperont le poste de Premier ministre ou seront à la tête des agences macroéconomiques. Ce fut manifestement le cas avec le gouvernement de Banharn Silpa-archa (juillet 1995-novembre 1996). Banharn lui-même étaient considéré "comme un leader ayant des liens étroits avec les politiciens et les hommes d'affaires", et son ministre des finances était un universitaire qui avait une expérience considérable du droit commercial international mais qui n'était pas considéré à sa place en tant que ministre des finances[299]. En revanche, le Premier Ministre Chuan Leekpai était largement respecté pour son intégrité et sa compétence et il y avait dans son gouvernement des personnes compétentes comme le ministre des Finances (Tarrin Nimmanahaeminda) et le ministre du commerce (Supachai Panitchpakdi). Cependant, on doit noter qu'il est facile d'oublier comment ce gouvernement est arrivé au pouvoir en 1997. Cette

---

[296] Pasuk P. and Baker C., *Power in Transition: Thailand in the 1990s*, In Hewison K., *Political Change in Thailand: Democracy and Participation*, ed Routledge, New York, 1998, p.31.
[297] Ockey J., *« Political parties, Factions and Corruption in Thailand »,* NBER Working Paper N°282251, ed NBER, Cambridge, 1995, p.255.
[298] Ibid, p. 265.
[299] Soonruth B. and Chiratas N., *« Banking and Finance: The Year They Sank the Baht »,* Bangkok Post Year Economic Review, 1997. Disponible sur: http://www.bangkokpost.net/ecoreview97/review9704.html.

accession au pouvoir dépendait de l'appui des douze membres du Parti Thaï « Prachakon » qui avaient rompu avec leur dirigeant pour supporter Chuan comme Premier ministre.

Deuxièmement, cette coalition a conduit à l'instabilité et à l'insécurité gouvernementale. L'une des principales raisons pour laquelle la stabilité économique n'a pas été comprise après l'annonce du plan de sauvetage du FMI en aout 1997, était un doute quant à savoir si le gouvernement de Chavarit respecterait le plan du FMI. Par exemple, il y avait une confusion sur la façon dont les cinquante-huit sociétés de financement suspendues seraient traitées (Soonruth et Chiratas 1997)[300]. Depuis que la Thaïlande a adopté des règles civiles en septembre 1992, il y a eu quatre modifications importantes au sein du gouvernement. Le gouvernement de Chuan Leekpai a survécu deux ans, sept mois et vingt sept jours entre septembre 1992 et mai 1995. De nouvelles élections, en juillet 1995, ont porté au pouvoir Braharn Silpa-archa en tant que Premier Ministre. Une autre série d'élections en novembre 1996 a été remportée par Chavalit Yongchaiyut qui a pris le poste de Premier Ministre. Ce dernier a démissionné de ses fonctions en novembre 1997 pour être remplacé par Chuan Leekpai.

Chacun de ces gouvernements était une coalition multipartite, ce qui rendait très difficile pour les ministres des finances la prise de décisions politiquement impopulaires. Amnuay Viravan a démissionné de son poste de ministre des Finances en juin 1997 en raison des conflits au sein du gouvernement Chavalit concernant l'augmentation des taxes. Son successeur, Thanong Bidaya, a également démissionné en octobre après que le gouvernement ait annulé une taxe sur les carburants, décidée trois jours plus tôt dans le cadre des conditions imposés par le FMI pour gérer un excédent budgétaire en 1998[301]. Thanong a été à son tour remplacé par Kosit Panpiemrat, remplacé à son tour par Tarrin Nimmanahaeminda, en novembre, au sein du nouveau gouvernement Chuan Leekpai. En bref, au milieu de la pire crise financière qu'ait connu la Thaïlande depuis des décennies, lorsque l'expertise et la stabilité étaient des caractéristiques nécessaires dans la position du ministère des finances, la Thaïlande a connu quatre ministres des finances en six mois. Fin 1997, la Thaïlande avait finalement un ministre des Finances compétent Tarrin Nimmanahaeminda, et un premier ministre très respecté Chuan Leekpai - mais les règles du jeu ne garantissaient pas qu'ils allaient occuper leurs fonctions sur une longue durée ni qu'ils seraient remplacés par d'autres personnes. L'un des principaux défis de la Thaïlande est de trouver une façon de modifier les

[300] Ibid.
[301] Bangkok Post, *« Thanong to quit in reshuffle »*, October 20, 1997, In Hewison K., *Political Change in Thailand: Democracy and Participation*, ed Routledge, New York, 1998, p.40.

règles du jeu afin d'assurer un leadership efficace, capable de trouver le soutien politique nécessaire pour promouvoir la modernisation industrielle et la réforme financière.

2 - L'Indonésie: un secteur bancaire fragile

La crise financière et économique qui a frappé l'Indonésie à l'été 1997 a constitué l'un des points culminants de la tourmente qui s'est abattue sur l'Asie et qui a secoué les places financières jusqu'à des places périphériques comme celles du Brésil et de la Russie. Elle est sans précédent par son ampleur. On a pu parler d'un nouveau type de crise car elle a touché une économie qui ne connaissait pas de déséquilibres des principaux agrégats économiques (épargne élevée, finances publiques équilibrées, inflation maîtrisée)[302].

La crise indonésienne a surtout surpris par son caractère violent: en l'espace de moins d'un an, la roupie a perdu plus de 75% de sa valeur, le chômage de masse s'est développé et les capitaux étrangers se sont retirés du pays. Les lacunes du régime politique et institutionnel indonésien, pourtant connues mais masquées par la dynamique de croissance qu'avait connue le pays, sont apparues au grand jour.

Comment un pays dont les fondamentaux étaient relativement bons a-t-il pu passer d'un taux de croissance du PIB de 8,2 % en 1996 à un taux négatif de -14,2% en 1998 ? Le cas indonésien continue d'interroger les économistes, car plus qu'une crise ponctuelle, il s'agit d'une crise globale où les marchés, le gouvernement et les institutions multilatérales internationales ont une responsabilité partagée pour n'avoir pas pu prévoir et éviter la débâcle économique et financière.

L'intervention du FMI, ne constitue qu'un moment dans la crise : l'épisode indonésien amène à s'interroger globalement sur les dynamiques qui motivent aujourd'hui l'économie mondialisée et dans laquelle tous les pays et les institutions multilatérales ont une responsabilité.

2.1 - De profonds déséquilibres masqués

2.1.1 - Des fondamentaux stables mais d'importants facteurs de risques

Avant la crise, les institutions financières internationales, telles que le FMI, la Banque Mondiale, etc., ne tarissaient pas d'éloges sur la situation macro-économique de l'Indonésie.

[302] Hewison K., "*Political Change in Thailand: Democracy and Participation*", ed Routledge, New York, 1998.

Le pays avait connu près de 30 années de croissance à un rythme annuel moyen de 7% qui ne semblait pas devoir se ralentir. La croissance avait atteint 7,5% en 1994, 8,2% en 1995 et 7,8% en 1996. L'inflation était en baisse (9,2% en 1994, 8,6% en 1995 et 6,5% en 1996)[303]. La confiance des investisseurs étrangers se manifestait par des entrées massives de capitaux, sous forme d'investissements directs étrangers, d'investissements de portefeuille et de prêts consentis par des banques étrangères aux entreprises locales.

Les finances publiques étaient gérées avec prudence, avec un budget systématiquement en équilibre. La politique monétaire était restrictive, mais le niveau élevé des taux d'intérêt ne constituait pas un frein à l'investissement domestique, qui était particulièrement vigoureux. Les réserves monétaires augmentaient, le solde commercial était structurellement excédentaire et la dépréciation de la roupie par rapport au dollar était contrôlée. Ces fondements macroéconomiques solides masquaient toutefois un certain nombre de faiblesses sous-jacentes.

En 1994, la dette extérieure se montait officiellement à 108 milliards de dollars, soit près de 50% du PIB, plaçant l'Indonésie au 4ème rang parmi les pays émergents endettés. On découvrira plus tard que ce montant était largement sous-estimé car l'endettement offshore des entreprises privées échappait à la supervision de la Banque Centrale[304]. En outre, du fait de la stabilité depuis plus de 10 ans de la parité roupie-dollar, la plupart des entreprises s'endettaient en devises sans couverture à terme[305].

Tableau 3 Dette extérieure totale de l'Indonésie (1990-1999)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Dette extérieure totale	70	80	88	89	108	124	129	136	151	151

Source: Site web de la Banque Mondiale. http://ddp-ext.worldbank.org.

Le secteur bancaire était donc fragilisé du fait de pratiques délictueuses telles que les prêts de connivence, d'une supervision déficiente des autorités monétaires et d'une analyse des risques inexistante. En outre, le secteur était caractérisé par une pléthore d'établissements (240), contrôlés pour la plupart par des conglomérats. C'est par conséquent la

[303] Parista Y., *Banking and Finance: Public faith severely shaken*, Bangkok Post Year End Economic Review, 1996, p.32; and Soonruth B. and Chiratas N., *« Banking and Finance: The Year They Sank the Baht »,* Bangkok Post Year Economic Review, 1997. Disponible sur: http://www.bangkokpost.net/ecoreview97/review9704.html.
[304] BIS, « *International Banking and Financial Developments »,* edition Bank for International Settlements, September 1998, p.23.
[305] Calvo G., *« Capital Flows and Capital Market Crises : The Simple Economics of Sudden Stops », Journal of Applied Economics 1, N° 1, 1998, p.55.*

déréglementation financière qui paraît être à l'origine de la fragilisation du secteur bancaire indonésien, point central du mécanisme de crise.

2.1.2 - La déréglementation financière, les flux internationaux de capitaux et la dette extérieure

Le contrôle des changes a été supprimé en Indonésie en 1971, à la demande du FMI mais aussi parce qu'il était préjudiciable à l'efficacité du commerce et des paiements internationaux et difficilement applicable étant donné la proximité d'une grande place financière ouverte sur le monde, Singapour. Le système financier indonésien est cependant resté assujetti jusqu'en 1983 à des contrôles étendus. La supervision prudentielle a été renforcée en 1984, après une première libéralisation du secteur bancaire, il en fut de même en 1989 après l'allégement du contrôle de l'ouverture de nouvelles banques et la levée des restrictions à l'expansion des réseaux bancaires[306].

Vers le début des années 90, l'Indonésie, ainsi que les autres pays de l'Asie de l'Est, avaient ainsi libéralisé leurs marchés de finances et de capitaux. Cela n'avait pas pour but d'attirer plus de fonds, les taux d'épargne étant déjà de 30% du PIB ou plus. La libéralisation a eu lieu sous les pressions internationales, notamment celles du Département du Trésor américain[307]. Ces changements ont provoqué un afflux de capitaux à court terme, c'est-à-dire qui recherchent la plus grande plus-value le jour, la semaine ou le mois suivant, à l'opposé des investissements à long terme. La dégradation tient en partie à l'inefficacité du contrôle et de la réglementation du système financier, dans le contexte de libéralisation. La libéralisation des mouvements de capitaux a été mal planifiée, favorisant l'emprunt à court terme alors même que la souplesse limitée des taux de change poussait les emprunteurs à sous-estimer le risque de change, comme nous l'avons déjà indiqué. L'imprudence des banques et des entreprises emprunteuses n'a eu d'égale que celle des prêteurs étrangers, qui trahissait une perception erronée des informations disponibles.

Dans ces conditions, la crise, a été difficile à enrayer après son déclenchement. La débandade des investisseurs nationaux et étrangers a créé un cercle vicieux : la dépréciation de la roupie vis-à-vis du dollar a rendu un nombre croissant d'entreprises insolvables, réduisant encore les chances de remboursement des créanciers et accélérant la fuite des capitaux.

---

[306] Roubini N., *« Debt Sustainability : Theory and Application »,* ed New York University, New York, 2001, p.53. Disponible sur : www.stern.nyu.edu/globalmacro/debtsustainability.pdf.
[307] Ibid, p.69.

La crise financière a révélé une difficulté à faire émerger une nouvelle cohérence dans le système financier parallèlement au processus de déréglementation. Ainsi, la déréglementation financière, tout d'abord justifiée par la théorie économique, puis inscrite dans la logique de l'évolution de l'économie, a déclenché un processus de crise. Celle-ci aura été lourde d'enseignements, puisqu'elle a conduit à remettre en cause les théories libérales de la dérégulation radicale. En effet la libéralisation trop hâtive des marchés financiers et des marchés de capitaux, sans élaboration préalable d'une infrastructure institutionnelle et légale, a engendré une crise durable.

Au cours des années 1990, les afflux de capitaux vers les pays d'Asie du Sud ont été stimulés. En particulier, les flux de capitaux privés ont augmenté rapidement. En revanche, les flux officiels nets de ressources en provenance de tous les donateurs par types de flux, ont diminué en tant que source de financement extérieur au cours de cette période. Les flux de capitaux privés ont largement dépassé les flux officiels dans les années 1990. Les pays de cette région sont entrés dans une nouvelle ère de la mondialisation. C'est ce qui ressort de l'évaluation de la structure de financement balance des paiements indonésienne. Le rôle du gouvernement dans le financement de la balance des paiements de l'Indonésie est devenu négligeable au cours des années 1990, alors que le rôle du secteur privé a augmenté sensiblement, passant de zéro en 1989 à plus de 13 milliards de dollars en 1996[308]. La substitution des capitaux privés aux capitaux officiels a permis au secteur privé de prendre un rôle de premier plan dans le développement économique au cours des années 1990.

L'évolution de la composition des flux de capitaux a affaibli la capacité du système de la gestion de la dette extérieure de l'Indonésie et le rôle du consortium de l'aide internationale (Consultative Group for Indonesia; CGI) dans le contrôle de sa dette extérieure. Le Gouvernement indonésien et les consortiums internationaux n'ont pas développé un système de gestion de la dette extérieure adapté à la nouvelle ère de la mondialisation.

La poursuite et la concentration des entrées de capitaux ont été étroitement liées à la performance macro-économique des pays bénéficiaires et au boom économique dans la région de l'Asie du Sud-Est. En théorie, les avantages potentiels des flux de capitaux internationaux sont clairs. Les flux de capitaux sont dirigés vers les investissements productifs, augmentant ainsi la croissance économique. D'autre part, la vulnérabilité des économies des pays en voie de développement va augmenter en raison de la dépendance aux capitaux étrangers et de l'exposition excessive à la dette extérieure. Malgré les politiques menées par le gouvernement

---

[308] World Bank, *Private Capital Flows to Developing Countries*, ed Oxford University Press, Oxford, 1997.

pour ralentir les flux de capitaux et la surchauffe de l'économie et les capitaux privés ont continué à affluer en Indonésie jusqu'à l'été 1997, lorsque la crise financière a frappé les pays d'Asie du Sud-Est.

L'afflux continu et massif de capitaux a mis la pression à la hausse sur les taux de change. Depuis la dévaluation de la roupie en Septembre 1986, le Gouvernement indonésien a adopté une politique de taux de change visant à maintenir les taux de change effectifs réels à un niveau constant. En d'autres termes, la Banque Centrale ajustait le taux de change de la roupie vis-à-vis des autres monnaies selon les différentiels du taux d'inflation entre les marchés intérieur et extérieur. Dans la pratique, le taux de change de la roupie a été ajusté à la baisse sur une base quotidienne à un taux annuel d'environ 3 à 5% entre 1986 et 1996. Cette politique a maintenu la valeur réelle de la roupie à un niveau à peu près constant pendant les années 1990. Cependant, au cours des dernières années, il y a eu des pressions à la hausse sur la valeur réelle de la roupie. Le premier facteur de pressions à la hausse résultait de mouvements de tierce monnaie, c'est-à-dire l'appréciation du dollar américain vis-à-vis du yen japonais, et le deuxième facteur provenait de pressions exercées sur le marché boursier.

Entre 1986 et mi-1997, l'Indonésie avait adopté un taux de change flottant. Le taux de change de la roupie était fixé sur une base quotidienne par la Banque Centrale, et ce taux fluctuait dans une tranche d'intervention. La Banque Centrale fixait les valeurs supérieure et inférieure des tranches d'intervention au cours de laquelle la Banque Centrale était prête à intervenir pour vendre ou acheter des dollars américains. Depuis 1992, la Banque Centrale a élargi de plus de plus la tranche d'intervention afin de permettre plus de fluctuations des taux dans le but d'absorber les chocs. Lorsque la Banque Centrale a élargi la tranche d'intervention, le taux de change de la roupie s'est apprécié au cours des dernières années. Ces pressions à la hausse sur la valeur réelle de la roupie résultent de l'afflux massif de capitaux qui a abouti à une offre importante du dollar américain dans des marchés boursiers[309].

[309] Komatsu M., *Financial Development in Developing Countries*, in Ishikawa S., *Appraisal of Policies for Development Cooperation*, Institute of Developing Economies, Tokyo, March 1996.

2.2 - Les problèmes du secteur bancaire - accumulation des actifs non performants

Les politiques de déréglementation financière mises en place en 1984 et 1988 ont accéléré le développement du secteur financier indonésien. Toutefois, la rapidité de développement financier et la forte augmentation des crédits dans les banques commerciales dans les années 1990 ont entraîné une augmentation des actifs non performants et ont affaibli le secteur bancaire. La faiblesse du secteur bancaire était l'une des principales causes de la crise en Indonésie. Nous allons examiner le mécanisme d'accumulation des actifs non performants dans le secteur bancaire.

Comme nous l'avons déjà souligné, au cours des années 1980, l'Indonésie a enregistré un développement économique remarquable. Ceci marque également le processus de transformation de l'économie indonésienne d'un groupe traditionnel familial à une économie de marché moderne. Toutefois, tous les facteurs impliqués dans ce processus ne se sont pas développés constamment à la même vitesse.

Le secteur bancaire indonésien est resté aux premiers stades de son développement. Par conséquent, le secteur financier indonésien ne fonctionnait pas aussi bien que celui du marché international. Les transactions financières étaient contraintes par les institutions financières existantes et les dispositions institutionnelles (par exemple le système juridique). Dans ces conditions, la déréglementation financière et l'intégration dans les marchés financiers internationaux ont contribué au développement des technologies financières sans être accompagnées d'un développement des infrastructures sociales institutionnelles. Ces incohérences existantes entre les mécanismes du marché moderne, les institutions financières, et le comportement des managers financiers ont contribué à l'augmentation des actifs non performants dans le secteur bancaire indonésien.

Après la déréglementation, la gestion des banques et en particulier le comportement typique des cadres est resté sans changement majeur. Le gouvernement nommait les gestionnaires des banques détenues par l'Etat et certains d'entre eux occupaient aussi des postes au gouvernement ou à la Banque Centrale. Certains hauts responsables étaient aussi des fonctionnaires[310].

Les décisions bancaires étaient souvent prises à partir d'un point de vue politique, ce qui est contradictoire avec les lois commerciales et financières. Dans cette situation, les facteurs les plus importants qui influençaient la décision des gestionnaires était la

[310] Parista Y., *Banking and Finance: Public faith severely shaken*, Bangkok Post Year End Economic Review, 1996, p.45. Disponible sur: http://www.bangkokpost.net/ecoreview97/review9704.html.

connaissance des intentions du gouvernement et des politiciens, plutôt que le développement des outils de l'intermédiation financière comme par exemple l'analyse des risques de crédit, qui est l'une des principales fonctions bancaires. De tels prêts sans analyse suffisante des risques de crédit ont tendance à devenir non performants. Dans ce cas, les directeurs des banques ont tendance à les camoufler en créant de nouveaux prêts. Le ministère des Finances et la Banque Centrale sont responsables de la supervision bancaire. Vu la structure et le comportement discuté ci-dessus, la surveillance du ministère des finances et de la Banque Centrale semblait être insuffisante.

Du point de vue des déposants et des bailleurs de fonds internationaux, les banques détenues par l'Etat sont les plus fiables, vu qu'ils seront couverts par le gouvernement. Ce dernier ne permettra pas la faillite des ses banques. Avec de telles garanties, les déposants et les bailleurs de fonds ont continué à fournir des fonds aux banques sans analyses des risques, ce qui a conduit à l'expansion rapide des crédits bancaires.

Ces relations entre les directeurs de banque, les déposants, les bailleurs de fonds internationaux et les superviseurs sont appelées «Aléa moral», comme nous l'avons déjà indiqué. Comme expliqué plus haut l'intervention politique et le comportement bureaucratique des gestionnaires ont causé une accumulation des actifs non performants dans les banques détenues par l'État[311].

L'échec du gouvernement ne constitue pas l'unique source de l'accumulation des actifs non performants au sein de banques détenues par l'Etat. L'accumulation des actifs non performants au sein de ses banques détenues par l'Etat s'est accélérée depuis 1990. Avec la déréglementation financière, les banques détenues par l'Etat ont été concurrencées par les autres banques.

Les banques détenues par l'État et les banques privées ont offert des taux d'intérêt élevés pour absorber les dépôts domestiques et elles ont aussi accru leurs emprunts de l'étranger, puis par la suite leurs prêts. Le montant des prêts accordés sans analyse du risque de crédit a augmenté, par conséquent les actifs non performants ont aussi augmenté de manière drastique.

Toutefois, deux types de banques existent en Indonésie: les banques détenues par l'Etat et les banques privées. La plupart des banques privées appartenaient à des conglomérats tels que les conglomérats Chinois d'outre-mer. Certains conglomérats chinois avaient déjà leurs propres banques bien avant la déréglementation financière, mais de nombreuses banques

[311] Roubini N., *« Debt Sustainability : Theory and Application »,* ed New York University, New York, 2001, p.53. Disponible sur : www.stern.nyu.edu/globalmacro/debtsustainability.pdf.

ont été fondées après la déréglementation. Le capital et la gestion de ces groupes ne sont pas clairement séparés. Un membre de la famille propriétaire ou une personne proche dirige habituellement la banque. Ces banques ont absorbé les dépôts du public et ont accordé des prêts aux entreprises appartenant au groupe.

Dans un tel cas, les prêteurs et les emprunteurs appartiennent au même groupe et ont une relation étroite. Ce n'est pas une opération de marché moderne avec l'intermédiation financière, mais un financement bilatéral au sein d'un groupe. Ces banques ne jouent pas le rôle d'intermédiation financière, qui est l'un des principaux rôles du système bancaire moderne. Au sein du groupe, l'information est parfaite et symétrique, toutefois, pour les déposants concernés, qui sont certainement extérieur du groupe, l'information est asymétrique. Cette situation crée un problème d'aléa moral au sein du groupe.

Les actifs non performants des banques privées étaient relativement faibles par rapport à ceux des banques détenues par l'État, mais ils ont augmenté rapidement dans les années 1990. Toutefois, plusieurs banques privées ont connu des difficultés dans les années 1990. La plupart d'entre elles avaient une forte concentration de prêts au sein du groupe (Bank Summa est un exemple type). Les banques des conglomérats sont des entreprises familiales mais ont pris la forme juridique de sociétés à responsabilité limitée depuis leur entrée en bourse sur le Jakarta Stock Exchange, alors qu'à la base ces banques ont été fondées pour canaliser les fonds du groupe[312]. Par conséquent, le ratio des prêts accordés aux entreprises appartenant au groupe était excessivement élevé, souvent supérieur à la limite juridique des prêts fixés par la Banque Centrale. Toutefois, il existe plusieurs façons de contourner les règles prudentielles.

Dans le conglomérat, l'entreprise entretient une étroite relation avec une autre structure familiale où les membres s'échangent des obligations illimitées entre eux, tandis que la banque à responsabilité limitée accorde des prêts aux déposants. Il est donc naturel que la banque du conglomérat accorde la priorité aux entreprises appartenant au groupe. Lorsque les prêts accordés aux entreprises du groupe se transforment en actifs non performants, la Banque a tendance à continuer l'injection de fonds, même à un coût élevé, afin de sauver l'entreprise en difficulté. Lorsque la société membre s'effondre, les conséquences sont graves et dans la plupart des cas, la banque en question fait faillite tandis que la banque à responsabilité limitée à doit maintenir son propre capital.

[312] Roubini N. (2001) op cité, p.55.

2.3- L'inefficacité et / ou l'inadaptation des politiques macro-économiques

2.3.1 - Les politiques monétaires[313]

En Indonésie, la politique monétaire était fondée sur deux instruments principaux:

1. le contrôle quantitatif de la liquidité et des crédits directs[314], que la Banque Centrale prête aux banques commerciales et aux établissements non bancaires; et
2. le taux et le montant du SBI (Sertificasi Bank Indonesia)[315], émis par la Banque Centrale.

Le premier instrument est devenu moins efficace après l'introduction en 1984 et 1988 des politiques de la déréglementation financière qui visaient à minimiser les interventions gouvernementales dans les activités des banques commerciales. Le deuxième instrument est devenu un outil essentiel pour contrôler la masse monétaire dans les années 1990. Le contrôle du deuxième instrument a été affaibli dans la mesure où la Banque Centrale fixera plus tard un taux de change, obligeant ainsi la Banque Centrale à émettre des billets afin de stabiliser la monnaie M1. La conséquence des afflux massifs de capitaux dans les années 1990, fut une augmentation de la pression sur les réserves en devises M2 et une augmentation du taux de croissance du PIB.

Une autre question cruciale pour l'efficacité de la politique monétaire est la maîtrise de M2[316]. Selon Surin et McCargo, les économistes construisent en général leurs modèles économiques sur l'hypothèse que la demande publique de monnaie est relativement stable ou que « le multiplicateur de la monnaie » (ratio de réserve M1/ M2) reste stable. La Banque Centrale construit sa politique monétaire sur la base de cette hypothèse. Il est donc important d'examiner la stabilité de la demande publique de monnaie. En Indonésie, « le multiplicateur de monnaie » a montré une forte augmentation des fluctuations alors que le secteur financier s'est développé au cours des années 1990. La demande de M2 a augmenté plus rapidement

---

[313] Komatsu M., "*Monetary Policies and Money Markets in Indonesia*", Working Paper N°11, Economic Planning Agency of the Japanese Government, Tokyo, 1992.

[314] Le crédit direct est une autorisation donnée par un établissement de crédit à son client, remettant de valeurs à l'encaissement, de disposer, sous réserve de bonne fin, du produit de la remise avant meme d'avoir procédé à leur encaissement. Source: Joseph A. et al., *« Traité de comptabilisation: Répertoire documenté des imputations* », ed. De Boeck University, 2005, p.445.

[315] SBI (Sertificasi Bank Indonesia) est un bon de Trésor émis par la Banque d'Indonésie pour une période allant d'un à 3 mois en roupie. Source : http://asianbondsonline.adb.org/how_to_buy_bonds/nd_page.php?Stage_Number=1&ABI_Market_Name=ID&Step_Number=1&Page_List_ID1=C&Page_List_ID2=

[316] Surin M. and McCargo D., "*Thailand to Raise Structural Steel Imports Duty*", In Kevin Hewison, "*Political Change in Thailand: Democracy and Participation*", Edtion Routledge, New York, 1998.

que la réserve de M1 pendant la croissance économique. Ceci a affaibli la capacité de la Banque Centrale à contrôler M2.

L'augmentation de M2 a poussé les banques commerciales à accorder des crédits, ce qui a alimenté la surchauffe de l'économie et causé la détérioration de la balance des comptes courants des banques commerciales. Dans les années 1990, les emprunts accordés par la Banque Centrale aux banques commerciales, qui étaient une source majeure de financements des banques commerciales avant l'introduction des politiques de déréglementation financière, ont baissé. Les emprunts étrangers des banques commerciales, qui ont augmenté entre 1989 et 1991, après l'introduction des politiques de déréglementation financière, ont également baissé à partir de l'introduction du plafond des emprunts off-shore commerciaux en Septembre 1991. D'autre part, les dépôts bancaires, en particulier les dépôts à terme, ont augmenté rapidement, ce qui a donné lieu à des crédits bancaires incontrôlables. L'augmentation des dépôts à terme était un des objectifs de développement à long-terme de la politique gouvernementale.

Paradoxalement, cette politique de développement à long terme a rendu difficile le contrôle de la masse monétaire et a causé une expansion du crédit. Par conséquent, l'économie a connu une croissance très rapide et il était difficile de freiner l'expansion du crédit et de contrôler la situation macroéconomique au cours des années 1990 et jusqu'en 1996.

Cependant, une partie importante des dépôts à terme ne pouvait pas être le résultat d'une véritable mobilisation des ressources nationales. Certaines données[317] ont indiqué qu'une quantité importante des certificats de dépôts des banques était détenue par les investisseurs étrangers et par des non-résidents, bien que ceci ne figure pas dans les statistiques officielles. La politique de taux d'intérêt élevé a continué au cours des années 1990 et la confiance des marchés internationaux en l'économie indonésienne a donné lieu à un afflux continu de capitaux étrangers. Les investissements étrangers en dépôts à terme dans les banques indonésiennes auraient un impact similaire sur les emprunts étrangers des banques qui ont été limité par l'introduction du décret présidentiel N° 39 en 1991[318]. Les banques indonésiennes et les investisseurs internationaux semblent avoir contourné les plafonds d'emprunts à l'étranger fixés par le décret 39 en collectant des dépôts à terme des non résidents et en émettant des certificats de dépôt destinés aux investisseurs étrangers.

---

[317] Sumangala D., *Capital Account Convertibility: Theoretical Issues and PolicyOptions,* in Walden B. et al. "*Global Finance: New Thinking on Regulating Speculative Capital Market*s, ed City:Zed Books, New York, 2000.

[318] Sumangala D., *Capital Account Convertibility: Theoretical Issues and PolicyOptions,* in Walden B. et al. "*Global Finance: New Thinking on Regulating Speculative Capital Market*s, ed City:Zed Books, New York, 2000.

2.3.2 - Les politiques fiscales

Le Gouvernement indonésien a maintenu une politique budgétaire unique appelée «principe d'équilibre budgétaire ». Les lois indonésiennes ne permettaient pas au gouvernement d'emprunter ni d'émettre des obligations sur le marché national. Ceci ne veut pas dire que le gouvernement ne pouvait emprunter ni couvrir ces déficits budgétaires. Il le pouvait et il empruntait auprès des organismes financiers internationaux. Sans aucun doute le « principe d'équilibre budgétaire » a joué un rôle important dans le maintien du budget indonésien, et a empêché l'économie indonésienne de plonger dans l'hyperinflation causée par le financement déficient des déficits budgétaires. Toutefois, le « principe d'équilibre budgétaire » tend à provoquer des difficultés dans la création d'excédents budgétaires lorsqu'il y a une surchauffe de l'économie. L'Indonésie avait besoin d'investir dans son infrastructure économique, mais ceci a été réalisé à court d'approvisionnement et a étranglé le développement économique. Ces dépenses ont empêché le gouvernement de réaliser des coupes claires dans sa politique budgétaire[319].

En outre, le Gouvernement Indonésien a mis en œuvre les politiques de privatisation dans le cadre desquelles un certain nombre de projets d'infrastructure ont été poursuivis. Ces projets n'étaient pas inclus dans les dépenses budgétaires car ils étaient classés comme des projets du secteur privé. Toutefois, Eswar et al. (2003)[320] observent que les investisseurs étrangers, qui ont joué un rôle crucial dans la réalisation de ce type de projet en Asie, ont généralement réclamé la participation de l'Etat du pays hôte. Dans la plupart des cas, les investisseurs ont exigé du gouvernement de garantir ces projets en vue d'obtenir un financement en provenance des marchés financiers internationaux. Les auteurs suggèrent que les projets d'infrastructures privatisées soient classés comme quasi-budgétaires et réalisés sous le contrôle de la politique fiscale, même si le secteur privé a investi.

2.3.3 - La gestion de la dette extérieure

Le Gouvernement indonésien a mené des politiques d'emprunts extérieurs prudentes en ce qui concerne la dette publique. Les emprunts extérieurs du gouvernement n'étaient autorisés que s'ils étaient contractés via le Ministère des Finances et la Banque Centrale. Ce système unifié de la gestion de la dette extérieure contrôlait les emprunts du gouvernement.

---

[319] Eswar S. et al., *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, IMF Working Paper N°220, ed IMF, Washington, 2003.
[320] Ibid.

Ce système a effectivement réussi à contrôler la dette extérieure du pays jusqu'en 1988. Le secteur privé n'avait pas accès aux marchés financiers internationaux, et les investisseurs étrangers avaient moins confiance dans l'économie indonésienne. Comme les marchés financiers internationaux sont devenus de plus en plus mobiles et comme la performance économique de l'Indonésie a amélioré la confiance des investisseurs, les afflux de capitaux privés ont considérablement augmenté. Le gouvernement indonésien n'avait pas contrôlé les flux de capitaux du secteur privé, depuis le début des années 1970, dans le cadre d'un " système libre de change". Avec le boom économique dans la région de l'Asie du Sud Est dans les années 1990, les emprunts extérieurs du secteur privé, y compris les secteurs publics privatisés et les projets d'infrastructure privatisées, ont augmenté considérablement et plus rapidement que le gouvernement ne l'avait prévu.

Le gouvernement a tenté de limiter les emprunts extérieurs par le biais de divers moyens, y compris des politiques monétaires et budgétaires orthodoxes. En Septembre 1991, le gouvernement a annoncé par le décret 39 la mise en place de nouvelles règles concernant les emprunts extérieurs contractés auprès des banques commerciales offshore.

Le décret 39 stipule[321]:

1. la coordination de tous les emprunts extérieurs du secteur public, y compris les emprunts contractés par les entreprises publiques et par le secteur privé pour des projets impliquant le secteur public;
2. la fixation des plafonds annuels des emprunts extérieurs par des entités publiques ou quasi- publiques;
3. la fixation des plafonds annuels des banques commerciales, y compris les banques détenues par l'État et les banques privées ;
4. La mise en place des lignes directrices concernant les conditions de prêt ;
5. La détermination de la priorité, de l'ordre, et du calendrier des prêts approuvés ;
6. l'amélioration du reporting concernant les emprunts extérieurs privés et publics.

Le décret 39 n'a pas mis en place un système de contrôle des emprunts extérieurs des secteurs non bancaires privés. Cependant, le total des emprunts commerciaux indonésiens offshore a baissé pour les raisons suivantes:

[321] Sumangala D., *Capital Account Convertibility: Theoretical Issues and PolicyOptions,* in Walden B. et al., "*Global Finance: New Thinking on Regulating Speculative Capital Markets*, ed City:Zed Books, New York, 2000.

- les secteurs non bancaires privés indonésien avaient un accès limité aux marchés financiers internationaux ;
- les règles du décret 39 ont découragé les emprunteurs indonésiens et les bailleurs de fonds internationaux.

Depuis lors, suite à une pression croissante pour contourner les plafonds des emprunts extérieurs, l'efficacité du décret 39 s'est détériorée. En particulier, la pression politique s'est accrue dans le domaine des projets publics, principalement en ce qui concerne la privatisation des projets d'infrastructure. Des personnes politiquement influentes ont encouragé la réalisation de projets extrêmement couteux sans approbation expresse en vertu du décret 39. Le secteur bancaire indonésien a continué de compter excessivement sur les emprunts extérieurs, dont le montant dépassait probablement le plafond fixé par le décret 39. L'efficacité du décret 39 s'est détériorée vers la fin du sixième mandat du président Suharto. Avec le boom économique dans l'Asie du Sud Est, le financement extérieur a creusé le déficit des comptes courants et a augmenté la vulnérabilité de l'économie indonésienne.

En Indonésie, le déficit des comptes courants et la surévaluation de la monnaie n'étaient pas aussi importants que ceux de la Thaïlande et de la Malaisie. Les banques avaient également relativement peu de dette extérieure, non parce elles étaient exceptionnellement vertueuses, mais parce que leurs faiblesses étaient largement connues. La plupart des banques internationales ont préféré prêter directement aux entreprises indonésiennes. Les banques détenues par l'État, en particulier, avaient accumulé d'importantes pertes avant la crise.

Par conséquent, le problème du déséquilibre en Indonésie se pose dans le secteur des entreprises: les banques internationales ont prêté, en devises et à court terme, à de nombreuses entreprises indonésiennes[322], ce qui a créée un grand déséquilibre de maturité dans les entreprises nationales et dans la balance des paiements. L'Indonésie était un des principaux pays exportateurs, mais au cours de la période de stabilité monétaire qui a précédé la crise, de nombreuses entreprises sans revenus provenant de l'exportation ont contracté des dettes en devises étrangères. Par exemple, une entreprise de taxi indonésien qui appartenait à la fille de Suharto, a contracté des dettes libellées en dollar américain. Les entreprises ayant des recettes d'exportations ne sont pas nécessairement celles qui avaient des dettes libellées en dollar américains.

L'Indonésie offre un exemple éloquent de deux phénomènes: la pression sur les devises qui peut provenir d'une demande exigeante des entreprises, et l'effondrement

[322] Sachs J.D. and Radelet S., *The Onset of the East Asian Financial Crisis*, NBER Working Paper 6680, ed National Bureau of Economic Research, Cambridge, August 1998, p.12-19.

économique qui n'est possible que si une crise extérieure est combinée avec une régulation bancaire inadéquate et une instabilité économique.

Lorsque l'Indonésie a laissé flotter sa monnaie, les firmes indonésiennes – ainsi que certaines banques qui avaient besoin de devises étrangères – ont acheté des dollars américains pour se protéger d'une éventuelle dévaluation de la roupie et pour payer leur dette à court terme, ce qui a augmenté la pression sur la monnaie. Trouver une solution à ces problèmes était plus difficile qu'en Corée du Sud : une garantie gouvernementale aurait facilité les négociations de rééchelonnements, surtout elle aurait pu éviter des négociations avec de différentes firmes ayant différentes positions financières. Elle aurait pu aussi sauver les entreprises de la famille du président Suharto qui avaient emprunté à l'extérieur[323].

La fermeture de certaines banques a été mal gérée et a sans doute contribué à la fuite des capitaux des autres banques[324]. Toutefois, les problèmes en Indonésie étaient plus profonds: la crise a remis en cause la viabilité du modèle politique et économique de l'Indonésie, qui était fondé en grande partie sur les liens étroits entre le président, la famille du président, et un groupe de personnes de riches, le plus souvent des hommes d'affaires chinois. Les préoccupations concernant la viabilité politique du gouvernement de Suharto, et les tensions ethniques de plus en plus forte ont contribué à la fuite des capitaux domestiques, d'autant plus que les agents qui avaient le plus profité de l'ancien régime politique et économique voulaient sortir leurs épargnes du pays[325].

La Banque d'Indonésie a prêté de sommes importantes de roupies aux banques en difficulté pour faire face à la pression provenant de la fuite de la monnaie locale, causant ainsi l'effondrement de la roupie. Alors, une forte dépréciation était nécessaire afin de transformer le déficit des comptes courants en un excédent substantiel. Mais la roupie était en chute libre. Ceci a augmenté le fardeau de la dette des entreprises indonésiennes, qui ont emprunté à l'extérieur ainsi que le fardeau de la dette du gouvernement due en grande partie aux banques multilatérales de développement. La détresse financière des entreprises a aggravé les faiblesses du système bancaire et a entraîné un coûteux plan de sauvetage (56% du PIB). Le ratio de la dette publique en pourcentage du PIB est passé de 25% en 1997 à plus de 83% en 2002[326].

---

[323] Ibid, p.22-30.
[324] Ibid, p. 32-34.
[325] Chua A., *« Worls on Fire : How Exporting free marketDemocracy Breeds Ethnic Harted and Global Instability »,* ed Doubleday, New York, 2002, p.21-29.
[326] Krugman P., *« Saving Asia: It's Time to Get Radical »,* Journal of Money Credit and Banking 11, 311-25, ed Ohio State University Press, Ohio 1998, p. 27.

3 - La Corée du Sud : Un financement déficient des entreprises

La Corée du Sud avait un déficit des comptes courants moins important que celui de la Thaïlande, et sa monnaie était moins surévaluée. Le fardeau de la dette extérieure Coréenne était également légèrement moindre que celui de la Thaïlande ou de l'Indonésie. La Corée avait deux sources de fragilité financière: Tout d'abord, ses banques nationales avaient prêté de sommes importantes aux *chaebols*, menaçant ainsi le système bancaire. Les taux d'endettement de ses grands groupes, qui étaient déjà considérables, s'élevèrent encore plus. Ils étaient trois à six fois supérieurs aux taux pratiqués dans les nations occidentales. Au milieu de l'année 1997, avant même que la crise monétaire ne débute et avant que la crise n'exacerbe la sortie des investisseurs, 7 des 30 *chaebols* les plus importants avaient fait faillite ou avaient de graves difficultés financières.

Tableau 4 Dette extérieure de la Corée du Sud (1990-1997)

	Dette extérieure totale	Court-terme	Long-terme
(En millions de dollars américains)			
1990	n.a	n.a	n.a
1991	n.a	n.a	n.a
1992	n.a	n.a	n.a
1993	n.a	n.a	n.a
1994	89 830	38 451	51 380
1995	119 799	54 856	64 944
1996	157 363	75 886	81 477
1997	174 231	63 757	110 473
1998	163 807	39 580	124 227
1999	152 936	43 058	109 879

Source: Données disponible sur le site web de la Banque de la Corée. http://ecos.bok.or.kr/

Deuxièmement, la Corée, à l'instar des autres économies asiatiques, a financé le déficit des comptes courants par la dette extérieure à court terme, et non par l'intermédiaire des actifs ou des IDE. La tendance à l'égard de la dette et des investissements directs étrangers était le produit de la politique économique: le gouvernement Coréen avait autorisé les banques domestiques à emprunter à l'étranger avant de lever les restrictions sur les investissements directs étrangers, une manière particulièrement dangereuse de libéraliser des capitaux. Le

résultat fut une nette disparité entre les emprunts extérieurs à court terme du secteur financier et les réserves en devises étrangères du gouvernement.

Lorsque les créanciers étrangers ont refusé d'accorder plus de crédit aux banques domestiques Coréennes à l'automne de 1997, la Banque Centrale a refinancé celles-ci avec ses réserves de change. Ces réserves ont fourni aux banques domestiques les devises dont elles avaient besoin pour éviter un défaut de paiement pendant un certain temps. Cependant, le gouvernement n'avait pas de réserves suffisantes pour aider toutes les banques domestiques en difficulté. Fin 1997, la Corée avait seulement 5 milliards de dollars de réserves de change, et plus de 20 milliards de dollars de dettes interbancaires à court terme[327]. Le fait que la plupart des emprunts extérieurs ont été contractés par le système bancaire, a rendu plus facile la résolution de la crise Coréenne. Une garantie gouvernementale des dettes extérieures des banques a permis au gouvernement de négocier pour l'ensemble du système bancaire.

Encadré 1 Définition des *Chaebols*

Les *chaebols* sont les équivalents coréens des keiretsus japonaises, un ensemble d'entreprises, de domaines variés, entretenant entre elles des participations croisées. Selon Eric Bidet[328], la colonisation japonaise a joué un rôle dans l'émergence des *chaebols* en Corée du Sud, les premières industries coréennes ayant été mises en place par les Japonais dans l'entre deux guerres. Restés des groupes familiaux, les *chaebols* ont développé leurs activités dans de nombreux secteurs, tout en contrôlant étroitement leurs filiales. La crise économique de 1997 a toutefois nécessité des restructurations, fondées sur un recentrage des activités et un important effort de désendettement.

3.1 L'économie Coréenne avant la crise

Ce qui s'est passé en Corée mérite d'être rappelé brièvement. Depuis le début des années 1980, l'économie coréenne a entamé le processus d'ouverture progressive et de libéralisation de ses marchés financiers. Le gouvernement coréen était conscient des effets néfastes et des mauvaises expériences de l'ouverture des marchés financiers dans d'autres pays ainsi que de ses avantages, alors il a entrepris une approche très prudente et progressive. Il a planifié prudemment les mesures de déréglementation et les a mises en place que lorsque certaines conditions étaient remplies. L'approche conservatrice du gouvernement coréen semblait bien fonctionner, et la Corée n'a manifesté aucun syndrome d'une crise des

[327] Krugman P., *« Saving Asia: It's Time to Get Radical »,* Journal of Money Credit and Banking 11, 311-25, ed Ohio State University Press, Ohio 1998, p. 31.

[328] Bidet E., "*Corée du Sud. Économie sociale et société civile »*, édition L'Harmattan/Innoval, 2003, p.25. disponible sur : http://fr.wikipedia.org/wiki/Chaebol.

fondamentaux macroéconomiques avant que la crise ne s'éclate. Le FMI a également indiqué peu avant la débâcle que « les administrateurs se félicitent des progrès macroéconomiques continus de la Corée du Sud et ont salué les autorités pour leur résultat fiscal enviable[329] ».

Dans les années 1990, l'économie coréenne a maintenu des taux de croissance élevés. Le PIB réel et la consommation privée réelle ont augmenté en moyenne, de 7,5% et 7,3% par an respectivement, tandis que les investissements et les dépenses des administrations publiques ont augmenté de 8,8% et 5,6% par an[330]. L'économie a maintenu un rythme rapide de croissance en 1990-1991 avec une croissance spectaculaire de l'industrie pétrochimique, mais s'est ralentie en 1992-1993 lorsque les flux de capitaux étrangers ont mené à une appréciation du won et à un ralentissement des exportations. Cette période fut suivie par une croissance rapide en 1994-1995 avec la croissance rapide de l'industrie des semi-conducteurs, mais a de nouveau basculé dans une phase de croissance lente en 1996 lorsque l'industrie des semi-conducteurs a connu une récession.

Tableau 5 PIB et taux de change de la Corée du Sud (1990-1999)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
PIB *(en milliards de dollar)*	264	308	330	362	423	517	558	516	345	445
Croissance annuelle *(en %)*	9	9	6	6	9	9	7	5	-7	9
Taux de change Won/dollar	708	734	781	803	804	771	805	951	1399	1189

Source: Données disponible sur le site web de la Banque Mondiale et sur celui de la Banque de la Corée.
http://ddp-ext.worldbank.org/ext/DDPQQ/showReport.do?method=showReport
http://ecos.bok.or.kr/EIndex_en.jsp

Contrairement à la Thaïlande, juste avant sa crise, la Corée du Sud n'avait pas un gros déficit des comptes courants dans les années 1990 (-8,167 millions de dollars américains fin 1997[331]). Le taux de change a fluctué au cours des années 1990, avec une période d'appréciation en 1994-1995 et deux périodes de dépréciations en 1990-1993 et 1996-1997[332].

[329] Rapport Annuel 1997 du FMI. Cité dans l'annexe de Sachs J.D. and Radelet S., *The Onset of the East Asian Financial Crisis*, NBER Working Paper N°6680, ed National Bureau of Economic Research, Cambridge, August 1998, p.47.
[330] Ibid p.50.
[331] International Monetary Fund, "*International Finnacial Statistics",* December 2001 Issue, p.490.
[332] Goldstein M. and Reinhart C., *Forecasting Financial Crises: Early Warning Signals for Emerging Markets*, ed Institute for International Economics, Washington, 1997, p.21-25.

On a observé en particulier deux fortes dépréciations à la fin de 1996 et pendant la crise qui a commencé en octobre 1997.

3.2 - Causes de la crise Coréenne

Si les fondamentaux économiques étaient relativement sains, qu'est ce qui a provoqué la crise coréenne? Les origines de la crise coréenne sont multiples et les facteurs internes et externes sont étroitement imbriqués. La libéralisation des capitaux, les problèmes internes tels que l'aléa moral et la fragilité financière ont aggravé la situation. Des chocs défavorables tels que la crise en Asie du Sud Est, ainsi que le refus des banques japonaises et d'autres banques étrangères de rééchelonner la dette à court terme, ont fait basculer la Corée dans la crise.

3.2.1 - Facteurs externes

Un des importants facteurs externes de la crise coréenne était le changement soudain des flux de capitaux internationaux. Les conditions des marchés internationaux de capitaux ont été favorables et ont contribué à la croissance rapide des crédits en Asie de l'Est. Des taux d'intérêt faibles au Japon et aux États-Unis ont encouragé les investisseurs et les prêteurs à développer leurs activités dans les marchés de l'Asie de l'Est, à la recherche de meilleurs rendements[333]. Comme les gestionnaires des fonds internationaux et les banques d'investissements ont accordé des prêts à l'Asie de 1993 à 1996, les flux de capitaux vers cinq pays Asiatiques ont augmenté chaque année et ont atteint 93 milliards de dollars en 1996[334].

En Corée du Sud, les capitaux ont afflué jusqu'en septembre 1997, mais ont rapidement quitté le pays par la suite. Comme le montre le <Tableau 6>, l'afflux net d'emprunts auprès des banques commerciales qui s'élevaient à 13,1 milliards entre janvier et septembre 1997 a été inversé pour une sortie nette de 8,8 milliards de dollars entre octobre et novembre 1997[335].

Cette inversion des mouvements des flux de capitaux mondiaux est survenue quand l'environnement concurrentiel était mouvant et les gestionnaires d'actifs mondiaux rééquilibraient leurs portefeuilles. La restructuration des économies américaine et européenne a considérablement amélioré leur productivité, tandis que les pays asiatiques avaient perdu leur compétitivité. Ainsi, les capitaux internationaux se sont retirés des marchés asiatiques

---

[333] Sikorski T.M., "*Financial Liberalization in Developing Countries*", ed Edward Elgar publishing limited, Cheltenham, 1996.
[334] Institute of International Finance, *« Capital Flows to Emerging Market Economies»*, edition IIF, 29 January 1998, p.89.
[335] Bank of Korea, Monthly Report, January-December 1997 issues.

pour refluer vers les marchés des pays industrialisés[336]. Ce retrait a eu un effet amplificateur sur la crise.

Tableau 6 - Financement extérieur de la Corée du Sud

En milliard de dollar américain		
	Janvier - Septembre 1997	**Octobre-Novembre 1997**
Financement extérieure, net	25,2	-8,8
Flux privés, net	25,5	-8,7
Investissements de portefeuille	12,4	0,1
Créanciers privés	13,1	-8,8
Flux officiels, net	-0,3	-0,1

Source: Bank of Korea, Monthly Report, January-December 1997issues.
Remarque : * y compris le financement extérieur des banques coréennes, des sociétés et de leurs filiales étrangères.

Ces considérations sont également liées à la question de savoir si un changement suffisamment significatif a eu lieu dans la région pour avoir inversé les flux de capitaux privés de 105.1 billion de dollars d'un flux entrant de 93 billions de dollars à un flux sortant de 12.1 billions en l'espace d'un an. Si les investisseurs étrangers ont fourni des capitaux en excès bien qu'ils avaient pressentit la crise monétaire dans la région, ils sont responsables d'un comportement d'aléa moral; S'ils ne l'avaient pas pressenti, alors ils sont responsables du déclenchement de la crise par le brusque retrait de capitaux de la région.

Selon Kim (1998)[337], les banques japonaises ont joué un rôle important dans la forte augmentation des emprunts Coréens en accordant des prêts en devises à la Corée. Dans le sillage de l'effondrement des prix des actifs (actions et immobiliers) en 1990-1991, le système financier japonais s'est détérioré à cause des prêts non productifs. La situation japonaise ne s'est pas améliorée malgré la réforme du Premier ministre Hashimoto au printemps de 1997. La santé du système financier japonais s'est encore détériorée dans la seconde moitié de 1997 avec les faillites d'une grande compagnie d'assurance, des sociétés de valeurs mobilières, y compris Yamaichi Securities, la quatrième plus grande société de valeurs mobilières au Japon, et plusieurs grandes banques régionales et municipales. Les banques japonaises qui étaient

[336] Wyplosz C., *« Globalized Financial Markets and Financial Crises »,* Working Paper presented at the conference on "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 in Amsterdam on March 16-17 1998.
[337] Kim I.J., *« The Korean Crises : Causes and Policies »,* Working Paper presented at the Conference on "World Capitalism and the East Asian Crisis", held by Korea Economic Daily Hyungbook University and Kyoto University, Seoul, May 15, 1998.

menacés par la faillite, ont réclamé le remboursement des dettes arrivant à échéance des pays asiatiques et ont refusé le rééchelonnement des dettes à court terme de la Corée. Quand les banques japonaises - qui étaient censé être familières avec la situation coréenne et qui étaient les plus gros créanciers de la Corée (voir <tableau 7>) - ont refusé le rééchelonnement de la dette à court terme, d'autres banques étrangères ont agit de la même manière et la Corée a connu un problème de liquidité.

Tableau 7 - La dette extérieure Coréenne par pays

En milliard de dollar américain

Pays	Juin 1996	Décembre 1996	Juin 1997
Japon	22,152	24,324	23, 732 (23.0)
Allemagne	8,529	9,977	10,794 (10.4)
France	6,994	8,887	10,070 (9.7)
Etats-Unis	9,582	9,355	9,964 (9.6)
Grande Bretagne	4,140	5,643	6,064 (5.9)
Belgique	2,312	3,731	3,899 (3.8)
Pays Bas	1,651	1,926	1,736 (1.7)
Suisse	-	1,609	-
Italie	1,024	1,208	1,369 (1.3)
Canada	869	1,355	1,325 (1.3)
Autriche	1,257	1,269	1,212 (1.2)
Luxembourg	448	539	528 (0.5)
Espagne	357	469	546 (0.5)
Finlande	147	170	106 (0.1)

Source: Bank of Korea, Monthly Report, June 1996 – July 1997 issues.
Remarque : les numéros entre parenthèse représentent les pourcentages par pays.

Un autre facteur externe contribuant à la crise coréenne était la crise en Asie qui a commencé au début des années 1990. La cause sous-jacente de la crise en Asie du Sud Est, qui a été transmise par l'intermédiaire du secteur réel, remonte au début de 1994 lorsque la Chine a dévalué le yuan d'environ 40%. Bergsten (1997)[338], souligne que la forte baisse du yuan chinois a accru la pression compétitive sur les autres pays asiatiques, en particulier, sur les pays d'Asie du Sud Est, dégradant leurs positions commerciales et produisant de grands déficits. Les déficits de la balance des comptes courants en Thaïlande et en Indonésie, qui étaient près de 5% du PNB en 1992-1994, ont largement dépassé les 8% en 1995-1996.

[338] Bergstein C., *« The Asian Monetary Crises: Proposed Remedies »,* edition Institute for International Economics, Washington D.C., November 13, 1997, p.49.

La dépréciation du yen Japonais en 1995-1996 vis-à-vis du dollar américain a aggravé les problèmes des déficits budgétaires en Asie du Sud Est. A partir de Mai 1995, lorsque le yen était très fort jusqu'à fin 1996, le taux de change du yen par rapport au dollar a augmenté de 39,4% et le yen faible a encore dégradé les positions concurrentielles des pays de l'Asie du Sud-Est. Le taux de croissance des exportations a baissé, passant de 25,1% à -1,3% en Thaïlande, de 26% à 5,7% en Malaisie, et de 13,4% à 9,7% en Indonésie, et de 29% à 12,5% en Corée du Sud entre 1995 et 1996. Même la Chine a été touchée par la dépréciation du yen japonais, et ses exportations n'ont augmenté que de 1,6% en 1996 par rapport à 22,9% en 1995[339].

La dégradation des positions commerciales et le déficit des comptes courants ont conduit les marchés financiers à douter de la viabilité de la position extérieure des pays asiatiques, en particulier à cause de la faiblesse de leurs systèmes financiers nationaux. L'attaque spéculative sur la monnaie thaïlandaise s'est rapidement étendue aux autres monnaies de la région, où les problèmes structurels sous-jacents existaient déjà, notamment sur le won Coréen. La plupart des investisseurs ont réduit leurs placements financiers en Asie, après 1996 comme l'indique le <tableau 8>.

Tableau 8 - Les placements financiers en Asie

(en pourcentage)	Hong-Kong	Singapore	Taiwan	Indonésie	Corée du Sud	Thaïlande
Mai 1997	3.2	1.3	1.2	0.7	0.6	0.4
Sep. 1997	1.7	0.5	0.7	0.3	0.3	0.2

Source: Morgan Stanley Capital International, *International Equity Indices*, edition MSCI, Washington, 1998.

En outre, la dévaluation du dollar Taïwanais, en octobre 1997 a également contribué à la crise coréenne. Même avant la dévaluation du dollar Taïwanais, une dévaluation du won coréen ~~a~~ était déjà prévisible alors que la valeur des monnaies des autres pays d'Asie du Sud Est avait beaucoup baissé: 45,1% en Thaïlande, 50,5% en Indonésie et 31,5% en Malaisie, entre mai 1996 et Octobre 1997[340]. Lorsque Taiwan a dévalué sa monnaie après un minimum d'efforts défensifs, ceci a augmenté la pression sur la Corée. Taiwan avait un compte courant excédentaire de l'ordre de 4% du PIB, et ses réserves de change étaient d'environ 500 milliards de dollars (troisième rang mondial derrière le Japon et la Chine). Voyant un pays dont la position concurrentielle est restée forte dévalue sa monnaie, il était naturel que les

[339] Ibid, p.50-64.
[340] Rhee Y., and Song C.Y., *Exchange Rate Policy and Effectiveness of Intervention: The case of Korea*, in Collignon S. and Pisani F.J., *Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries*, ed Routledge, London, 1998, p.69-101.

marchés financiers prévoient une dévaluation du won Coréen, étant donné que la Corée du Sud était en position de faiblesse et en concurrence commerciale avec Taiwan.

Entre-temps, la dévaluation du dollar taïwanais a également exercé une énorme pression sur Hong-Kong qui était déjà vulnérable pour trois raisons : premièrement le maintien d'un taux de change fixe - après que tous les autres pays de la région aient abandonné leurs régimes de change fixe - deuxièmement l'importante exposition de ses institutions financières aux prêts immobiliers et enfin leurs liens étroits avec le marché boursier. Le résultat était un déclin dans le marché boursier de Hong-Kong, ce qui a accéléré la dépréciation du won coréen[341].

3.2.2 - Problèmes d'aléa moral

Contrairement à sa performance macroéconomique relativement stable, la Corée avait des structures économiques et financières très fragiles. Sur le plan commercial, suite aux politiques de sauvetage mené par le gouvernement durant les trente dernières années, les banques du monde entier qui avaient prêté à la Corée étaient persuadées que le Gouvernement coréen ne laisserait jamais tomber ses grands groupes (*chaebols*). Par conséquent, les *chaebols* coréens ont été fortement incités à l'expansion. Ils ont ainsi emprunté plus que de raison sans un examen attentif des bénéfices et des risques associés. Quelques *chaebols* ont utilisé des portions importantes des ressources du pays pour financer des filiales spécialisées dans diverses industries de services, dont beaucoup n'étaient pas rentables[342].

Les *chaebols* ont réalisés des investissements grâce aux prêts des institutions financières, et bien souvent, ils ont financé des investissements à long terme par la dette à court terme sans dûment tenir compte de la possibilité d'un échec. Par conséquent la structure financière de l'ensemble de l'économie était vulnérable aux chocs. Les prêts du secteur financier ont été fortement concentrés sur les *chaebols*, dont le ratio de dette/actifs financiers[343] était en moyenne de plus de 500% à la fin de 1997[344].

---

[341] Collignon S. and Pisani F.J., "*Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries*", ed Routledge, London, 1998, p.102.

[342] Goldstein M. and Turner P., "*Controlling Currency Mistmatches in Emerging Markets*", ed Institute for International Economics, Washington, 2004, p.63-64.

[343] Un **actif financier** est un titre ou un contrat, généralement transmissible et négociable (par exemple sur un marché financier), qui est susceptible de produire à son détenteur des revenus et/ou un gain en capital, en contrepartie d'une certaine prise de risque. Il s'agit notamment des valeurs mobilières, des actions, des obligations, des warrants, des titres de créance négociables et des créances. Source : Wikipedia. http://fr.wikipedia.org/wiki/Actif_financier.

[344] Ibid, p.78.

Quand le marché mondial était en pleine expansion en 1994-1995 et que les *chaebols* réalisaient des bénéfices, cette structure fragile n'a pas causé de problème. Les *chaebols* ont utilisé les bénéfices pour élargir leurs activités dans des industries telles que l'automobile, les semi-conducteurs, l'acier, etc. Quand le marché mondial, y compris le marché des semi-conducteurs, a connu un ralentissement en 1996, ils se sont retrouvés en concurrence les uns avec les autres et leurs bénéfices ont baissé rapidement. Le rendement des capitaux propres a dépassé 7% au cours de la période d'expansion de 1994-1995, mais a fortement baissé ensuite passant à moins de 2% en 1996, comme le montre le <tableau 9>[345].

Tableau 9 - Dettes et profits des grands conglomérats

(%)

	1994	**1995**	**1996**	**1997**
Ratio dette / actifs financiers	355,7	347,5	386,5	518,9
Rendement des capitaux propres	7,28	11,77	1,69	-

Source: Fair Trade Commission, Bank of Korea, Financial statement analysis, 1998, p.97.
Remarque: les filiales financières ne sont pas incluses.

Le gain du secteur des entreprises était fortement grevé par la chute des prix des produits exportés sur les marchés internationaux, en particulier ceux des semi-conducteurs, le premier produit coréen exporté qui représentait 14% des exportations. En 1996, le prix unitaire des semi-conducteurs a baissé de plus de 70%, ce qui a réduit la valeur des exportations de plus de $10 milliards (plus de 2% du PIB) en 1996. En outre, les prix internationaux de nombreux autres produits coréens destinés à l'exportation comme l'acier et les produits chimiques a également baissé en 1996. Par conséquent, les termes de l'échange se sont détériorés de plus de 20% en 1996. La baisse des prix des produits destinés à l'exportation et la baisse des profits des entreprises ont causé de sérieux problèmes et la faillite de grands *chaebols* tels que Hanbo et Kia, ce qui a dégradé considérablement la stabilité du marché compte tenu de la structure financière vulnérable de l'économie coréenne[346].

Tableau 10 Les exportations coréennes (1990-1999)
(en % du PIB)

[345] Fair Trade Commission, Bank of Korea, "*Financial statement analysis*", 1998, p.97.
[346] Goldstein M. and Turner P., "*Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets*", edition Institute for International Economics, Washington, 2004, p. 83-89.

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Exportations	28	26	27	27	27	30.5	28	32	46	39

Source: Données statistique disponible sur le site web de la Banque Mondiale.
http://ddpext.worldbank.org/ext/DDPQQ/showReport.do?method=showReport

L'intervention du gouvernement sur les marchés financiers a généré un problème d'aléa moral, non seulement dans le secteur des entreprises, mais aussi dans le secteur financier. Dans le cadre des directives gouvernementales, les grands intermédiaires financiers ont également apprécié le filet de sécurité du gouvernement. Misant sur un soutien du gouvernement aux grands conglomérats, les institutions financières ont accordé des prêts importants aux *chaebols*.

Tableau 11 - Les prêts non rentables des banques commerciales

(en trillions de won)	1995	1996	Sep. 1997	Dec.1997
Prêts non rentables	14,778	14,317	29,912	32,200
Ratio en % des prêts totaux	6,1	4,9	9,5	10,0
Ratio en % du PIB	4,2	3,7	7,1	7,6

Source: Bank of Korea, *Financial Statement Analysis*, Jan-Dec 1995 issues, Jan-Dec 1996 issues, and Sep-Dec 1997 issues.

Lorsque de nombreux *chaebols* ont fait faillite, il y a eu il est devenu notoire que des décisions importantes de crédit avaient été prises sous l'influence des politiciens ou du gouvernement. Il s'est également avéré que le volume des prêts non performants sur le marché financier, qui s'étaient accumulés avec les faillites de grandes *Chaebols,* était beaucoup plus important que ce que l'on pensait. Fin septembre 1997, le montant des prêts non performants était estimé à près de 30 trillions de won (plus de 7% du PIB) (voir <tableau 11>)[347]. Ce montant était assez important pour effrayer les investisseurs étrangers et les bailleurs de fonds.

En outre, l'aléa moral a encouragé les institutions financières à investir dans des secteurs non rentables et a contribué à l'affaiblissement du secteur financier. Avec la libéralisation financière, le nombre d'institutions financières qui avaient accès au marché financier s'est accru. De ce fait, ils sont devenus plus agressifs et sont entrés en concurrence pour des parts de marché. La suppression des portefeuilles autorisés a amené les banques et

[347] Bank of Korea, *Financial Statement Analysis*, Jan-Dec 1995 issues, Jan-Dec 1996 issues, and Sep-Dec 1997 issues.

les autres dépositaires à investir dans des secteurs à risques élevés. Etant donné que l'activité du marché s'était ralentie, cette dynamique d'investissement n'a pas donné les rendements attendus. Avec des niveaux élevés de prêts non productifs et les pertes des valeurs mobilières, les banques coréennes ont tenté de recourir aux investissements à risque et ont doublé leur mise, ce qui a encore déstabilisé le secteur financier.

3.3 Structure de la dette extérieure

Les emprunts étrangers excessifs engagés par les firmes et les banques pour financer des investissements non rentables ont abouti à une structure inhabituelle de la dette extérieure coréenne, qui était très fragile et vulnérable aux chocs.

3.3.1 - L'accumulation de la dette extérieure

Avec l'afflux important de capitaux étrangers dans le cadre de la libéralisation financière, la Corée s'est retrouvée avec une dette extérieure importante. Après le maintien des niveaux stables jusqu'en 1992, la dette extérieure est passée de 45 milliards de dollars en 1992 à 120 milliards en septembre 1997. Cette dette était près de deux fois plus importante que celle observée en 1979-1985: la dette extérieure de la Corée a augmenté de 17,8% par an au cours de la période 1979-1985, alors qu'elle a augmenté de 33,6% par an au cours de la période 1994-1996[348].

Selon Corsetti et al. (1998), la politique du gouvernement visant à maintenir une valeur élevée du won coréen et l'erreur de calcul du coût du capital par les banques locales et les entreprises ont contribué à cette expansion de la dette extérieure dans les années 1990. Lorsque le déficit des comptes courants s'est creusé et que la dépréciation du won coréen s'est avérée nécessaire, le gouvernement n'a pas réglé le problème de la surévaluation de la monnaie, mais il a financé le déficit par des capitaux étrangers tout en maintenant la valeur élevée du won.

Les banques et les entreprises ont sous-estimé le coût du capital à cause de la surévaluation de la monnaie. Une fois lourdement endettées en devises étrangères, les banques et les entreprises ont préféré une politique d'appréciation à une politique de dépréciation afin de réduire le coût du service de la dette extérieure. Ce processus circulaire

[348] Corsetti G., Pesenti P., Roubini N., "*What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?*", Working papers N°6833-6834, edition National bureau of economic research, Washington, December 1998.

de la surévaluation de la monnaie et de la sous-estimation des coûts des capitaux, conjugué au problème de l'aléa moral, a encore accru la dette extérieure[349].

Cependant, le danger ne provenait pas du montant de ce chiffre officiel mais de la somme totale de la dette extérieure, y compris les emprunts off-shore et de la dette du secteur privé. Le <Tableau 12> montre que le montant supplémentaire des emprunts des banques off shore par rapport au chiffre officiel était de 50,9 milliards de dollars et que le total des engagements extérieurs, y compris le chiffre officiel et les emprunts des banques off-shore était supérieur à 170 milliards de dollars en septembre 1997.

Tableau 12 - Dette extérieure Coréenne

En milliard de dollars / (en pourcentage)

	1996	Sep. 1997	Nov.1997	Déc. 1997
Dettes extérieures	104,7	119,7	116,1	120,8
Dettes à long terme	43,7 (41,7)	54,1 (45,2)	54,5 (47,0)	69,6 (57,6)
Dettes à court terme	61,0 (58,3)	65,6 (54,8)	61,6 (53,0)	51,2 (42,4)
Emprunts off-shore	56,0	50,9	40,8	33,6
Dettes à long terme	27,0 (30,4)	12,5 (24,6)	10,2 (25,0)	16,4 (48,8)
Dettes à court terme	39,0 (69,6)	38,4 (75,4)	30,6 (75,0)	17,2 (51,2)
Total des dettes extérieures	160,7	170,6	156,9	154,4
Dettes à long terme	60,7 (37,8)	66,6 (39,0)	64,7 (41,2)	86,0 (55,7)
Dettes à court terme	100,0 (62,2)	104,0 (61,0)	92,2 (58,8)	68,4 (44,3)

Source: Bank of Korea, *Financial Statement Analysis*, Jan-Dec 1995 issues, Jan-Dec 1996 issues, and Sep-Dec 1997 issues

Remarque : Les emprunts off shore inclus les emprunts des filiales off shore et étrangères.
Les nombres entre parenthèse représentent le pourcentage de la dette à court et à long terme.

Les emprunts off-shore des entreprises coréennes (ne figurant pas dans le tableau) ont également été estimés à plus de 30 milliards de dollars. Le montant total de la dette extérieure de la Corée, y compris les emprunts off-shore des banques et des entreprises, était estimé à plus de 200 milliards de dollars en septembre 1997, ce qui représentait environ 45% du PIB, soit la plus forte augmentation depuis 1984[350].

L'asymétrie de la politique de libéralisation financière est directement liée à cette expansion des emprunts des filiales off shore et étrangères. Le gouvernement a pris des mesures très prudentes et progressives pour l'ouverture des marchés intérieurs car il craignait les problèmes causés par les flux de capitaux. Les restrictions sur les mouvements de sorties

[349] Yeyati E.L., "*Global Moral Hazard, Current Account Liberalization and the Over lending Syndrome*", IMF working papers, July 1999.

[350] Bank of Korea, *Financial Statement Analysis*, Jan-Dec 1995 issues, Jan-Dec 1996 issues, and Sep-Dec 1997 issues.

de capitaux ont été supprimées afin de donner aux entreprises nationales et aux banques un accès aux marchés financiers internationaux. Par conséquent, les entreprises et les banques ont beaucoup emprunté et ont utilisé les sommes empruntées à l'étranger sans rapatrier les profits en Corée, et les emprunts des filiales off-shore et étrangères ont augmenté très rapidement.

3.3.2 - Part élevée de la dette à court terme

La vulnérabilité excessive de l'économie coréenne provenait de la composition de la dette extérieure. Selon Kaminsky (1998)[351], s'il existait une cause unique de la crise monétaire coréenne, ce serait la structure de la dette extérieure qui était en grande partie à court terme. Dans les années 1990, la dette coréenne à court terme était relativement stable (40-45%) du total de la dette extérieure, elle a augmenté à plus de 50% en 1994 avant d'atteindre 58,2% en 1996 (voir <Tableau 12>). Cette accumulation de la dette à court terme en Corée était beaucoup plus grave qu'en Thaïlande (le ratio de la dette à court terme était de l'ordre de 30% en Thaïlande avant la crise), et peut être une caractéristique presque unique du problème de la dette coréenne.

La forte augmentation de la dette à court terme en Corée est également liée à la politique de libéralisation financière des années 1990. Le gouvernement a assoupli les contrôles sur les emprunts libellés en devises étrangères, sans mettre en place une surveillance adéquate des institutions financières concernées. Les banques ont pleinement profité de cette nouvelle déréglementation. Puis, leurs cotes de crédit étant insuffisantes, ils ont eu des difficultés à mobiliser des emprunts à long terme et ont financé des investissements à long terme avec des emprunts à court terme. Ceci a causé un grave déséquilibre dans la maturité de leurs dettes (64% étaient des dettes à court terme) et de leurs prêts (85% étaient des prêts à court terme)[352]. Cependant, une importante raison de l'augmentation de la dette à court terme était probablement une autre asymétrie de la politique de libéralisation financière: la loi de gestion des devises étrangères a mis en place des contrôles très restrictifs sur les emprunts à moyen et à long terme, tandis qu'il n'y avait presque pas de règlement concernant les emprunts libellés en devises étrangères à court terme.

[351] Kaminsky G. and Reinhart C., *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems*, mimeo Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 1998, p.123.
[352] Ibid, P.123-127.

L'augmentation de la dette à court terme en Corée a aggravé le déséquilibre entre les dettes à court terme et des réserves de change[353]. Jusqu'en 1996, les réserves étaient maintenues à plus de 30 milliards de dollars, mais ont quelque peu baissé au début de 1997. Ensuite, après une brève période de récupération, les réserves ont été quasi épuisées à la fin de l'année. La tentative de défendre la valeur de la monnaie à l'encontre du marché a presque épuisé les réserves de change. Le won coréen était perçu comme surévalué en 1996 lorsque le déficit des comptes courant s'est fortement creusé. La pression dépréciative s'est intensifiée lorsque les investisseurs étrangers ont commencé à perdre confiance dans l'économie coréenne. Pour aplanir les pressions dépréciatives, le gouvernement coréen est intervenu sur le marché et a vendu les réserves officielles de change. Une autre cause de l'épuisement des réserves de change, est le fait que le gouvernement a utilisé ces réserves pour sauver les filiales étrangères des banques coréennes qui ont échoué à rééchelonner leurs dettes à court terme[354].

Il y a eu deux périodes pendant lesquelles le gouvernement a fortement utilisé les réserves de change à cette fin. De décembre 1996 jusqu'à février 1997, les réserves officielles de change ont baissé de 3,4 milliards de dollars. Mais les dépôts auprès des filiales étrangères par la Banque de Corée ont augmenté de 4,2 milliards de dollars et les réserves de change utilisables qui auraient pu être utilisées pour défendre la valeur de la monnaie ont baissé de 7,6 milliards de dollars. Un changement plus frappant s'est produit en novembre 1997, comme on peut le voir dans <Tableau 13>[355]. Lorsque la crise a commencé, le gouvernement est intervenu massivement sur le marché et les réserves officielles de change ont été réduites, passant de 30,5 milliards de dollars à 24,4 milliards. Toutefois, le gouvernement a dépensé 8,9 milliards de dollars pour sauver les filiales étrangères des banques coréennes qui étaient insolvables, une somme beaucoup plus importante que celle utilisée pour défendre la valeur de la monnaie. De ce fait, les réserves de change utilisables ont été réduites de 15 milliards de dollars en un seul mois, passant de 22,3 milliards de dollars à 7,3 milliards.

[353] Levine R., "*Financial Structures and economic development*", PRE Working papers, WPS 849, ed World Bank, Washington, 1995.
[354] Genberg H. et al., "*Official Reserves and Currency Management in Asia: Myth, reality and the future*", ed International Center for Monetary and Banking Studies, Centre for Economic Policy Research, 2005.
[355]Bank of Korea, "*Financial Statement Analysis*", Dec 1996, Jan-Dec 1997 issues, Jan 1998 issues.

Tableau 13 - Réserves de change

En milliard de dollars

	12-96	1-97	2-97	3-97	4-97	5-97	6-97	7-97	8-97	9-97	10-97	11-97	12-97	1-98
A	33,2	31,0	29,8	29,1	29,8	31,9	33,3	33,7	31,1	30,4	30,5	24,2	20,4	23,5
B	3,8	3,8	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	16,9	11,3	10,9
C	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,2	0,2	0,2	0,2
D=A–(B+C)	29,4	27,2	21,8	21,1	21,8	23,9	25,3	25,7	23,1	22,4	22,3	7,3	8,9	12,4

Source: Bank of Korea, *Financial Statement Analysis*, Dec 1996, Jan-Dec 1997 issues, Jan 1998 issues.
Remarque: A = réserves officiels de change; B = dépôts des filiales étrangères; C = autres; D = réserves en devises utilisables.

Suite à la perte de réserves de change et en particulier à la perte des réserves de change utilisables, le gap entre la dette à court terme et les réserves s'est creusé. Le ratio de la dette à court terme par rapport aux réserves de change utilisables (F / I) était de 340% en 1996 mais a dépassé 400% en septembre 1997 (voir <Tableau 14>).

Tableau 14 - La dette extérieure comparée aux réserves de change

En milliard de dollars

	1996	Sep. 1997	Nov. 1997	Déc. 1997
Dettes extérieures (A)	104,7	119,7	116,1	120,8
Dettes à long terme (B)	43,7	54,1	54,5	69,6
Dettes à court terme (C)	61,0	65,6	61,6	51,2
Total de la dette extérieure (D)	160,7	170,6	156,9	154,4
Dettes à long terme (E)	60,7	66,6	64,7	86,0
Dettes à court terme (F)	100,0	104,0	92,2	68,4
Déficits des comptes courant (G)	23,7	18,2	13,9	8,6
Réserves de change officielles (H)	33,2	30,4	24,4	20,4
Réserves de change utilisables (I)	29,4	22,4	7,3	8,9
C/H (%)	184	216	252	251
C/I (%)	207	293	844	575
F/I (%)	340	464	1263	769
(F+G)/I (%)	421	546	1453	865

Source: Bank of Korea, *Financial Statement Analysis*, Dec-Jan 1996, Sep 1997 issue, Nov-Dec 1997 issues.
Remarque: le déficit des comptes courants est la somme des 12 derniers mois.

La pénurie de réserves de change semble plus grave lorsque le déficit des comptes courants y est inclus: la somme du ratio de la dette à court terme et du déficit des comptes courants par rapport aux réserves de change utilisable ((F + G) / I) était de plus de 500% en septembre

1997. Ce qui a inquiété les investisseurs étrangers et a provoqué des attaques spéculatives sur l'économie Coréenne[356].

Lorsque la crise a commencé en novembre 1997, la somme de la dette à court terme et du déficit des comptes courants était quatorze fois supérieure à celle des réserves de change utilisables. Selon Genberg et al. (2005)[357], l'accumulation de la dette à court terme a contribué au déclenchement de la crise en Corée du Sud.

4 - La Malaisie : Une réglementation inadéquate

Comme les autres pays asiatiques, la Malaisie avait un régime de change semi fixe, peu de dette publique, un important déficit des comptes courants sans avoir un important déficit budgétaire, et une forte expansion du crédit domestique. Toutefois, la Malaisie était moins vulnérable que les autres pays en crise. Une grande fraction de son déficit des comptes courants était financée par les investissements directs étrangers et par les investissements de portefeuilles, plutôt que par la dette extérieure. Par ailleurs, moins de dette extérieure signifiait à la fois un déséquilibre monétaire plus faible et un déséquilibre de maturité également plus faible. Le ratio de la dette à court terme de la Malaisie en pourcentage des réserves de change était de 94%. Alors que la Malaisie a connu une forte crise monétaire, la crise dans le secteur bancaire et le secteur des entreprises Malaisienne était moins sévère que celle des autres pays en crise. Le coût estimé de la crise bancaire en Indonésie était de 14% en pourcentage du PIB, par rapport à 21% en Corée du Sud, et 56% en Indonésie. La Malaisie a pu éviter un défaut de paiement de la dette extérieure à court terme sans recourir aux emprunts auprès du FMI. Cependant la Malaisie n'était pas à l'abri des problèmes de la région: la combinaison d'une mauvaise libéralisation financière et d'une manipulation imprudente des flux massifs des capitaux à court terme a conduit à une dévaluation de la monnaie qui a abouti à son tour à la crise financière et par conséquent, à une crise de l'économie réelle. Comme dans d'autres pays, l'expansion des prêts domestiques a alimenté une explosion du prix des actifs financiers et une forte récession s'est produite lorsque les flux de capitaux entrants se sont arrêtés. La pression sur le régime de change a continué quand la Malaisie à laisser flotter le ringgit. En réponse à une reprise des pressions monétaires au cours

[356] Bank of Korea, *Financial Statement Analysis*, Dec-Jan 1996, Sep 1997 issue, Nov-Dec 1997 issues.
[357] Genberg H. et al., *Official Reserves and Currency Management in Asia: Myth, reality and the future*, ed International Center for Monetary and Banking Studies, Centre for Economic Policy Research, 2005, p.19.

de l'été 1998, le gouvernement a fixé la valeur du ringgit par rapport au dollar américain en septembre 1998 et a imposé des contrôles draconiens sur la circulation des capitaux[358].

4.1 - Le ringgit malaisien et le régime de change

Dans son livre *International Money and Finance*, Ramesh R. écrit: « La pertinence d'un régime de change est déterminée par les caractéristiques structurelles de l'économie et par les objectifs de la politique économique. Le régime de change relie l'économie nationale à l'économie internationale et joue un rôle essentiel dans la détermination de l'incidence des chocs intérieurs ou extérieurs »[359].

Le niveau élevé d'engagement de la Malaisie vis-à-vis des investisseurs étrangers depuis son indépendance en 1957 ne lui a guère laissé de choix en ce qui concerne le type de régime de change qu'elle devait adopter. Un régime de change fixe est préférable dans un pays ayant comme objectif le développement international de son économie, et ce pour une raison principale: la stabilité du taux de change établit la confiance des investisseurs étrangers et des entreprises nationales d'import/export. Un taux de change prévisible est essentiel à la réussite de la stratégie de développement d'une économie orientée vers l'exportation.

Afin de maintenir un régime de change fixe, la monnaie doit être rattachée à une monnaie forte comme le dollar américain, le yen japonais, ou l'euro. Comme chacune de ces trois devises flotte selon son *propre* régime de change, la monnaie rattachée flotte aussi. Les réglementations de la Banque Centrale de la Malaisie ont maintenu un taux de change fixe du ringgit par rapport au dollar américain, entre 1974 et 1997. Les décideurs Malaisiens avaient un minimum de contrôle sur le prix du ringgit, un sacrifice nécessaire pour participer à une économie mondiale.

Après l'accord du Plaza en 1985 entre les États-Unis et le Japon, dans le cadre duquel une dépréciation contrôlée du dollar américain par rapport au yen a été convenue, l'économie Malaisienne a réalisé de bonnes performances sur le plan commercial. Parce que la production et les exportations sont devenues relativement moins cher en Malaisie par rapport au Japon et un certain nombre d'autres nouveaux pays industrialisés de la région du Sud Est asiatique, les banques japonaises et taïwanaises avaient beaucoup investi dans les industries Malaisiennes.

---

[358] Rodrik D. and Kaplan E., *« Did the Malaysian Capital Controls work»*, NBER Working Paper N° 8142, ed National Bureau of Economic Research, Cambridge, February 2001, p.45-50.
[359] Ramesh R., "*Introduction to International Money and Finance*", ed Martin Press, New York, 1998.

Les IDE sont passés de 325 millions ringgit en 1986 à 6,2 billion en 1990, procurant ainsi des réserves de change importantes à la Banque Centrale de la Malaisie. Cela a permis au gouvernement de couvrir son déficit de compte courant et de poursuivre son nouveau plan pour attirer les investissements étrangers dans le marché boursier malaisien (KLSE).

Le résultat fut une appréciation du ringgit, ce qui rendu les IDE moins attrayants. Cela a contribué à une aggravation du déficit du compte courant, à l'inquiétude des investisseurs étrangers qui avaient investi dans le marché boursier malaisien et dans le secteur bancaire, et à une accélération des afflux des IDE vers la Chine et l'Inde.

4.2 - La libéralisation financière

Comme indiqué précédemment, la libéralisation financière totale d'un pays couvre quatre principaux domaines: l'investissement étranger direct, l'achat par les étrangers d'actifs financiers tels que les actions des entreprises ou les biens immobiliers, l'investissement étranger dans des actions et des obligations domestiques, et les emprunts en devises à court ou à long terme. La libéralisation des flux de capitaux sortants peut constituer un problème tout à fait différent car elle implique soit l'investissement domestique à l'étranger soit le désinvestissement étranger.

Un consensus a été conclu en ce qui concerne les différences de volatilité de ces quatre types de flux internationaux de capitaux. Dans leur étude sur « les effets de la mondialisation financière dans les PED», Prasad et al.[360] indiquent que « l'investissement direct étranger constitue la catégorie la moins volatile des flux de capitaux privés vers les PED, ce qui n'est pas surprenant étant donné sa longue durée et sa nature relativement fixe. Les flux de portefeuilles ont tendance à être beaucoup plus instables et sujets à de brusques revirements[361] ». Bien que ces résultats soient généralement conformes à la politique menée par la Malaisie concernant les flux de capitaux, les IDE ne peuvent pas être garantis à long terme, en particulier avec l'expansion de la Chine et de l'Inde, deux pays connaissant un développement inégalé avec une main d'œuvre à faible coût et des marchés domestiques de plus en plus prospères.

Historiquement parlant, la politique menée par la Malaisie concernant les transactions financière est devenue de plus en plus libérale à partir de 1972 - lorsque le gouvernement a

---

[360] Prasad et al., *Effects of Financial Globalization on Developing Countries*", IMF Working Paper, ed IMF, Washington , 2003.

[361] Walden B., *The End of the Asian Miracle*, *The Nation*, January 12, 1998: 266, N°2, in Chin K.F.and Jomo K.S., *Financial Liberalisation and System Vulnerability: Malaysian Eclipse: Economic Crisis and Recovery*, ed Zed Books, London, 2001.

cherché à attirer les IDE par l'ouverture de zones de libre-échange - jusqu'au début des années 1990, lorsque le gouvernement a encouragé les investissements de portefeuille étrangers en éliminant l'imposition des plus-values et des dividendes. En clair, les décideurs politiques Malaisiens voulaient attirer les IDE et les fonds d'investissements, dévoilant ainsi une stratégie économique fondée sur l'investissement étranger. En fait, les IDE ont surtout été attirés par les fortes restrictions gouvernementales imposées à l'action des syndicats, une politique qui a entravé les augmentations des salaires.

Alors que le développement des IDE était le fruit des efforts du gouvernement malaisien, la libéralisation du marché boursier malaisien au cours de la fin des années 1980 et au début des années 1990 était le résultat d'une pression politique extérieure, exercée par les gouvernements occidentaux, le FMI et la Société Financière Internationale (SFI).

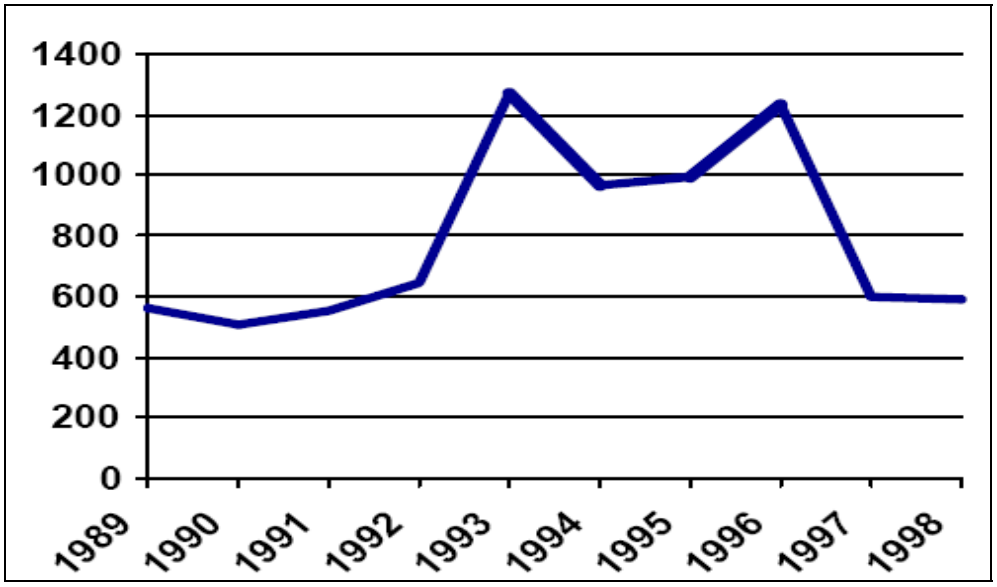
Chin et Jomo (2001)[362] expliquent: « Vers la fin des années 1980, les hedge funds ainsi que d'autres investisseurs institutionnels et même individuels voulaient investir dans les économies asiatiques connaissant une croissance rapide, où les performances de la croissance étaient en contraste avec la lenteur de la croissance prolongée- si ce n'est la récession - des industries des économies développées en Europe et ailleurs.

L'indice principal du marché boursier malaisien (KLSE) est passé de 506 en 1990 à 1.238 en 1997. La figure 1 illustre cette tendance. Du point de vue des investisseurs internationaux, la stabilité du taux de change, libéralisation financière et les fondamentaux macroéconomiques solides illustrent le climat d'investissement idéal de la Malaisie pendant les années 1990.

La politique du gouvernement malaisien concernant les emprunts bancaires étrangers mérite une attention particulière. Suite à l'effondrement d'une grande banque nationale dans les années 1980, le gouvernement a mis en œuvre le BAFIA « Banking and Financial Institutions Act » en 1989, une initiative qui restreint fortement les emprunts privés à l'étranger. Le BAFIA a essentiellement empêché les banques malaisiennes de devenir surexposées aux emprunts à l'étranger à court terme, un problème qui a forcé la Corée du Sud, l'Indonésie, et la Thaïlande à demander l'aide du FMI suite à la crise de 1997.

[362] Chin K.F.and Jomo K.S., *Financial Liberalisation and System Vulnerability: Malaysian Eclipse: Economic Crisis and Recovery*, ed Zed Books, London, 2001.

Figure 1 - Le Kuala Lumpur Stock Exchange Index - 1990-1998



Source: Jomo K.S., Liew S.Y., and Kaehler L., *Capital Flows Volatility*, ed. Zed Books, London, 2001, p.51.

Les banques malaisiennes avaient mal géré les sommes importantes de capitaux de l'étranger pendant l'expansion économique des années 1990. Des prêts imprudents et excessifs à l'investissement dans les industries non-marchandes tels que l'immobilier ont creusé le déficit du compte courant et alimenté la bulle des prix des actifs financiers[363]. Compte tenu du fait qu'une partie importante des fonds destinés aux emprunts provenaient des investissements de portefeuilles ou des prêts étrangers, l'insolvabilité d'un certain nombre de banques malaisiennes n'était pas surprenante lorsque la fuite des capitaux a commencé en 1997.

De plus, le montant de la dette extérieur de la Malaisie n'avait pas dépassé le montant de ses réserves de change ce qui a évité à la Malaisie d'avoir à se soumettre aux conditions du FMI en échange d'un Plan d'Ajustement Structurel (PAS). Comme indiqué plus haut, ce fut en grande partie en raison de la réglementation gouvernementale des emprunts à l'étranger.

Dans le cas de la Malaisie, les afflux massifs de capitaux au cours de la première moitié des années 1990 ont créé la perception d'un ringgit sous-évalué. Ceci a attiré davantage de capitaux, d'autant plus que les investisseurs spéculaient sur une réévaluation à un taux plus élevé. Au lieu de cela, la Banque Centrale a maintenu son régime de change fixe. L'afflux des capitaux s'est traduit par un surinvestissement dans l'immobilier et sur le marché boursier. Par la suite, les événements se sont précipités avec la fuite des capitaux et une forte spéculation des étrangers sur la dévaluation du ringgit. Lorsque la Banque Centrale a échoué à maintenir

[363] Jomo K.S., Liew S.Y., and Kaehler L., *Capital Flows Volatility*, ed. Zed Books, London, 2001.

son taux de change fixe, le ringgit s'est dévalué entraînant une crise financière et une profonde récession économique.

4.3 - La politique macroéconomique

Au cours des années 1980, avant la libéralisation financière, les décideurs politiques malaisiens jouissaient d'une liberté totale dans la conception des politiques macroéconomiques. Par exemple, au début des années 1980 le gouvernement a répondu à l'effondrement des prix en investissant dans des projets d'infrastructure et en finançant le déficit budgétaire. Cette politique expansionniste a maintenu un niveau stable de l'emploi et a protégé l'économie réelle d'une éventuelle récession.

La combinaison de la libéralisation financière et de l'alignement de la politique monétaire sur les objectifs de développement des investissements étrangers ont contribué à la formation de la bulle des prix des actifs dans les pays asiatiques touchés par la crise de 1997. Plus précisément, Prasad et al. indiquent que la nature pro cyclique des flux internationaux de capitaux semble avoir eu un impact négatif sur la consommation dans les économies en développement. Ceci s'est manifesté par l'arrêt brusque des flux entrants de capitaux ou par la fuite des capitaux[364].

Bien que certains économistes aient critiqué la décision du gouvernement malaisien d'imposer des contrôles sur la circulation des capitaux afin de protéger ses alliés dans le secteur financier, d'autres économistes pensent que ces mesures étaient tout à fait justifiées. Sans aucun doute, le contrôle des capitaux augmente le coût des investissements dans un pays donné[365], mais selon Paul Krugman « le coût est minime si on le compare aux bénéfices liés à la capacité des décideurs politique à contenir les attaques spéculatives temporaires sans avoir à imposer des taux d'intérêt draconiens[366]».

La Malaisie apparaissait en 1997 comme un pays à risque faible, doté d'une croissance régulière et d'une politique économique favorisant l'initiative privée, résolument tournée vers l'extérieur. Le système financier semblait solide. Et pourtant, ce sont bien les établissements financiers qui ont nourri la bulle boursière et surtout la bulle immobilière (en investissant dans des projets non rentables comme l'immobilier). Un tiers des prêts accordés par les établissements financiers, qui représentaient en 1997 146% du PIB ont été investis dans

---

[364] Chin K.F.and Jomo K.S., *Financial Liberalisation and System Vulnerability: Malaysian Eclipse: Economic Crisis and Recovery*, ed Zed Books, London, 2001.

[365] Prasad et al., *Effects of Financial Globalization on Developing Countries*", IMF Working Paper, ed IMF, Washington , 2003.

[366] Stiglitz J., "*Globalization and its Discontents*, ed Norton Publishers, New York, 2003.

l'immobilier. L'encours des crédits a augmenté de 25% dans ce secteur entre 1996 et 1997. En même temps, le taux d'occupation de l'immobilier a baissé de: 80% pour les constructions résidentielles, 50% pour les hôtels et 70% environ pour l'immobilier de bureau.

Selon Goldstein et Turner (2004)[367] les faiblesses qui ont donné lieu aux crises monétaires pendant la précédente décennie n'ont pas disparu de l'économie mondiale, qu'il s'agisse des crises monétaires, financières, bancaires ou des crises de la dette souveraine. De nombreux pays émergents ont une importante dette gouvernementale et de grands besoins financiers. Les déséquilibres monétaires demeurent endémiques dans les marchés émergents. Ces auteurs indiquent que les marchés émergents ont des difficultés à emprunter à long terme en monnaie locale. Ils empruntent souvent en devise étrangère ou en monnaie locale à très court terme. La prédominance des contrats financiers libellés en devise étrangère demeure une source importante de vulnérabilité dans les marchés émergents. Les pays ayant des problèmes d'endettement relativement importants, d'importantes disparités monétaires ainsi que des déséquilibres de maturité de leurs balances de paiements sont constamment exposés au risque de basculer dans la crise.

Selon Eichengreen et al (2003)[368], les économies émergentes éprouvent plus de difficultés que les économies avancées pour emprunter d'une manière qui donne au pays la possibilité d'appliquer les ajustements nécessaires pour face aux chocs sans basculer dans une crise. L'histoire de l'instabilité financière et monétaire accroit la difficulté des économies émergentes à emprunter à long terme dans leur propre monnaie. Ces auteurs pensent que les pays qui ne peuvent pas emprunter d'une manière qui protège des crises doivent emprunter moins.

Les crises - que ce soit des banques, des gouvernements, des pays, ou de la monnaie - proviennent d'une combinaison des vulnérabilités politiques, des vulnérabilités financières, et du comportement des investisseurs. Le risque d'une crise augmente avec le volume de la dette, en particulier le stock de la dette à court terme et les nouvelles dettes nécessairement contractées pour couvrir les déficits. Tant que ces vulnérabilités sont présentes, une crise dans un pays voisin ou des chocs potentiels de la région peuvent causer des difficultés financières. Le retrait de certains créanciers à court terme peut pousser les autres à vouloir se retirer ainsi, ce qui provoque un problème de liquidité suivi dans certains cas par une crise monétaire.

---

[367] Goldstein M. and Turner P., *Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets*, Institute for International Economics, Washington, 2004, p.21-23.

[368] Eichengreen B. et al., *Original Sin: The Pain, The Mystery, and the Road to Redemption*, ed Harvard University Press, August 2003, p.53.

Chapitre 2 : La crise et les mécanismes qui ont conduit à la transformation de la structure de la dette (1997-1999)

L'intervention du FMI en Thaïlande, en Indonésie, en Corée et en Malaisie, n'a pas eu le résultat souhaité. Le problème était diagnostiqué comme étant un problème des balances de paiements - le type de problème, auquel le FMI avait l'habitude de remédier - plutôt qu'un problème microéconomique. Il était également diagnostiqué comme étant une crise d'une consommation excessive plutôt qu'une crise résultante d'un excès d'investissement. En théorie, le FMI avait imposé des réformes structurelles en échange des prêts de sauvetage. En augmentant les taux d'intérêt réels, le FMI espérait empêcher la fuite des capitaux et encourager les créanciers de ces pays à leur accorder de nouveaux prêts ce qui aurait stimulé la monnaie. L'appréciation de la monnaie devait permettre aux firmes domestiques de rembourser leurs dettes extérieures.

Dans la pratique, l'augmentation des taux d'intérêt réels combinée avec d'autres réformes (telles que l'augmentation des taxes), a réduit les entrées de capitaux des entreprises et a augmenté le montant de leurs obligations fixes. Ces facteurs ont provoqué un basculement des entreprises dans l'insolvabilité, une accélération des sorties et une réduction des entrées de capitaux. Quand l'économie s'effondre et l'instabilité est importante les capitaux étrangers se retirent du pays quel que soit le taux d'intérêt. Par ailleurs, le taux d'intérêt réel élevé n'a pas eu pour effet d'inverser le mouvement de dévaluation de la monnaie en Asie. (Stiglitz, 1998[369]).

Les réformes structurelles imposées par le FMI peuvent être efficaces dans une crise de consommation excessive, telle que la crise latino-américaine. Mais la crise asiatique était liée à des investissements excessifs (une grande partie de ces investissements étaient concentrée sur des produits non marchands), et non pas à une consommation excessive. Les réformes imposées par le FMI ont aggravé les problèmes existants.

De même, le fait d'imposer des réformes structurelles fondamentales a aggravé la crise de confiance. Exiger des réformes bancaires en plein milieu de la crise a entraîné une réduction du crédit, une augmentation des prêts non productifs et de nombreuses faillites. L'expérience asiatique montre que le fait d'imposer des réformes financières radicales en plein crise de liquidités n'est pas un bon remède.

[369] Stiglitz J., *« Knowledge for Development: Economic Science, Economic Policy, and Economic Advice »,* Annual Bank Conference on Development Economics, ed World Bank, Washington, April 1998.

Le FMI a également obligé les gouvernements à garantir la dette extérieure des entreprises locales et des banques. A l'abri de défauts de paiement, les créanciers étrangers ont suspendu le rééchelonnement de la dette. Ce qui a augmenté la pression sur les débiteurs, en les poussant à acheter des devises pour couvrir l'augmentation de leurs besoins en dollars.

Ces différentes erreurs politiques expliquent pourquoi la crise a duré aussi longtemps. Leurs effets se sont aussi aggravés à cause 1) du niveau élevé de la dette des entreprises et du secteur financiers, 2) du niveau relativement élevé de l'intégration régionale et 3) de la stagnation du Japon. En 1994, le Mexique s'est relativement rétabli de la crise grâce aux exportations vers les Etats-Unis dont la structure politique était suffisamment institutionnalisée pour s'accommoder d'un de mouvements de la balance commerciale d'une amplitude de 20 milliards de dollar en un an. Le Japon aurait pu jouer un rôle en Asie comparable à celui des États-Unis pendant la crise du Mexique. Les craintes de nouvelles dévaluations du yen japonais ont augmenté la réticence des investisseurs et ont mis en avant les craintes d'éventuelles dévaluations compétitives notamment en Chine et à Hong-Kong.

1 La Thaïlande : une réforme inachevée du secteur financier.

1.1 - Sortie de la crise: le rôle du FMI (1996-1999).

Quand la Thaïlande a laissé flotter le Baht et a demandé l'aide du FMI, le pays était en faillite. La Banque de Thaïlande s'était engagée à vendre ses réserves de change pour défendre le baht contre les spéculations[370]. À la fin de Juin 1997, les réserves officielles nettes étaient de 2,9 milliards de dollars seulement (voir tableau 15). En juin 1997, la Thaïlande avait une dette extérieure à court terme d'environ 36,5 milliards de dollars, et le déficit du compte courant était en train d'augmenter d'environ 1 milliard de dollars américain par mois. Le pays a rapidement épuisé ses réserves de change pour faire face à ses obligations[371]. Bien que la plupart de la dette à court terme aient été contractées par le secteur privé, il n'y avait pas assez de devises étrangères dans le pays pour rembourser les prêts, même si le secteur privé avait assez de bahts pour les convertir en devises étrangères à l'ancien taux de change. Par conséquent, le flottement du baht et la demande de l'aide du FMI étaient inévitables.

Afin de remédier à l'épuisement de ses réserves de change, la Thaïlande a fait appel au Fonds Monétaire International[372]. Le FMI a fourni un prêt de 17,2 milliards de dollar

---

[370] Nukul Commission Report, "*Analysis and Evaluation of the Facts Behind Thailand's Economic Crisis*", ed. Thailand Development Research Institute, Bangkok, 1998, p.84.
[371] Ibid, p.89.
[372] Bank of Thailand, "*IMF's Approval of the Stand-by Arrangement for the Macroeconomic Adjustment Program*", Announcement N°56/1998, ed Bank of Thailand, August, 1998.

américains, dont 4 milliards provenaient des fonds propres du FMI, le reste correspondant à des contributions des pays de la région asiatique, de la Banque Mondiale et de la Banque Asiatique de Développement. Sur ce montant la Thaïlande utilisé effectivement 14,1 milliards de dollars, avant d'annoncer en septembre 1999 qu'elle n'envisageait pas de d'utiliser le solde étant donné l'amélioration de la situation économique[373].

Tableau 15 – Réserves en devises officiels net
(En million de dollar américain)

		Réserves officielles nettes
1997	T2	2.9
	T3	1.8
	T4	1.9
1998	T1	2.8
	T2	5.4
	T3	6.8
	T4	11.7
1999	T1	14.1

Source: Bank of Thaïlande, *Financial Statement Analysis*, various issues 1997-1999.
Remarque : Les réserves officielles nettes des engagements futurs et du PAS du FMI.

Toutefois, le plan d'ajustement structurel du FMI était essentiellement destiné à stabiliser les réserves de change de la Banque Centrale et la Thaïlande devrait rembourser le FMI sur une période de 34 mois. Dans ce contexte, la Thaïlande a présenté un plan de restructuration des institutions financières et d'ajustement budgétaire. Le PAS était ainsi censé encourager les afflux de capitaux étrangers et restaurer la confiance dans le marché thaïlandais afin que la Thaïlande puisse honorer ses obligations extérieures.

Les données du tableau 15 montrent qu'entre 1997 et début de 1999, la Thaïlande était en bonne voie de rétablissement. Les réserves officielles nettes – excepté les engagements futurs et le plan d'ajustement structurel du FMI - avaient augmenté d'environ 14 milliards de dollar américains fin Mars 1999 (tableau 15). Bien que le FMI et le gouvernement thaïlandais aient convenu que la septième lettre d'intention datée du 23 Mars 1999 serait la dernière, il était entendu que le FMI continuerait de suivre la situation économique de la Thaïlande tous les six mois.

La raison principale de l'augmentation rapide des réserves de change de la Thaïlande, est que la balance des comptes courants était devenue excédentaire au cours du dernier trimestre de 1997 (tableau 16). Par rapport à la situation qui avait précédé le flottement du

[373] Corsetti G., Pesenti P. and Roubini N., *What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?*, ed New York University, New York, 1998.

Baht, le revirement de la balance des comptes courants a généré un afflux de devises d'environ 2 milliards de dollars américains par mois. Ceci a permis de compenser les fuites de capitaux continuelles. La balance des comptes courants a continué à être excédentaire tout au long de 1998, avec un excédent cumulé d'un montant total d'environ 14,3 milliards de dollars. Comme l'excédent de la balance des comptes courants s'est cumulé, le baht a commencé à s'apprécier en Février 1998, puis il est resté relativement stable depuis Novembre 1998.

Tableau 16 compte courant et croissance réelle du PIB

		Compte courant (en million US $)	Croissance réelle du PIB (en %)
1997	T1	-2,013	1,3
	T2	-3,128	-0,6
	T3	-694	-2,0
	T4	2,890	-3,6
1998	T1	4,201	-5,8
	T2	2,810	12,0
	T3	3,411	-11,0
	T4	3,861	-
1999	T1	3,463	-

Source: TDRI, "*Social Impacts of the Asian Economic Crisis in Thailand, Indonesia, Malaysia and the Philippines*", ed Thailand Development Research Institute, Bangkok, 1999.

Cet excédent de la balance des comptes courants était nécessaire pour éviter une insolvabilité de la Thaïlande en termes de devises. Ceci était évident si l'on tenait compte des sorties nettes de capitaux, qui étaient élevées tout au long de 1998. En 1998, les sorties nettes de capitaux étaient d'environ 9,6 milliards de dollar, sans prendre en considération les flux d'investissements direct d'environ 6,9 milliards de dollars. La dette à court terme était d'environ 35 milliards de dollar début 1998. Sans cette accumulation de l'excédent de la balance des comptes courants, l'insolvabilité de la Thaïlande aurait continué en dépit du plan d'ajustement structurel du FMI.

Le revirement de la balance des comptes courants et du stock des réserves de change thaïlandais a été réalisé à un coût très élevé sous la forme d'une sévère contraction économique. La croissance du PIB réel a commencé à diminuer à partir du deuxième trimestre

de 1997 (tableau 16), et a baissé de près de 8,4% en 1998. Selon Sachs (1999)[374], la contraction économique et les problèmes sociaux auraient pu être moins graves si le FMI avait mis en place un programme de sauvetage adapté au cas particulier de la Thaïlande, avec par exemple des objectifs monétaires et budgétaires moins stricts. Cependant, il est peu probable que la solvabilité du pays ait pu être atteinte sans une certaine contraction économique.

1.1.1 - Le scénario de redressement économique du FMI

Comme on l'a déjà mentionné, une certaine contraction de l'économie semblait inévitable pour le redressement économique du pays et la politique du plan d'ajustement structurel du FMI ne doit pas être critiquée pour avoir causé la récession. Le tableau 17 montre quelques-uns des principaux objectifs macroéconomiques pour 1998, mentionnés dans les diverses Lettres d'Intention ('LI') que le gouvernement thaïlandais a signé avec le FMI. Dans la première lettre d'intention en août 1997, le FMI s'attendait à une croissance du PIB réel de 3,5%, un déficit du compte courant de 5,3 milliards de dollar et un excédent du compte de capital de 1,8 milliard de dollars en 1998. Il s'est avéré que ses attentes étaient complètement erronées. Toutefois, le FMI avait une bonne connaissance de la réalité de la situation de la Thaïlande, il connaissait le quasi-épuisement de réserves de change. La Première Lettre d'intention mentionnait explicitement qu' «au 19 août, les obligations sur les 12 prochains mois totalisaient 23,4 milliards de dollars américain[375]».

Si l'on prend en considération les objectifs fixés dans la première Lettre d'intention, il semble que le FMI avait trop de confiance dans le marché thaïlandais et dans son programme. Le déficit attendu du compte courant de 5,3 milliards de dollars signifiait que le FMI n'avait pas anticipé la forte dépréciation du baht qui a suivi. De même, l'excédent prévu du compte de capital signifie que le FMI avait surestimé le rééchelonnement de la dette extérieure à court terme. Ces attentes étaient surprenantes, étant donné que le plan d'ajustement structurel du FMI a appelé la Banque de Thaïlande à fournir régulièrement des informations clés sur l'économie, y compris les réserves de change. Une fois que le marché a commencé à comprendre que le montant net des réserves de change était presque nul, les 17,2 milliards dollar fournis par le FMI ne pouvaient pas restaurer la confiance dans le marché thaïlandais,

[374] Sachs J.D., "The Wrong Medicine for Asia", The New York Times, November 3, 1997, in Lane T. and al., *IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea and Thailand: A Preliminary Assessment*, ed. IMF, Washington, 1999, p.53.
[375] Lane T. and al., *IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea and Thailand: A Preliminary Assessment*, ed. IMF, Washington, 1999, p.76.

d'autant que ce montant devait être remboursé sur une période de 34 mois et que la Thaïlande avait environ 35 milliards de dollar de dette extérieure à court terme.

Table 17 - Les Objectifs macroéconomiques pour 1998 visés par les différentes Lettres d'Intentions du FMI

	Date	**Croissance du PIB réel** *(en %)*	**Balance des comptes courants** *(en million de $)*	**Balance du comte financier** *(en million de $)*	**Balance du secteur publique** *(en % du PIB)*
LI -1	Août-97	3,5	-5,3	1,8	1,0
LI- 2	Nov-97	de 0 à 1	-2,5	0,3	1,0
LI -3	Fév-98	De -3 à -3,5	4,4	de -12 à -14	-2,0
LI – 4	Mai-98	De -4 à -4,5	8,5	de -14 à -16	-3,0
LI – 5	Août-98	-7,0	De -11 à -12	-	-3,0
LI – 6	Déc-98	de -7 à -8	13,5	-	-5,0
	Janv-1999	-8,4	14,3	-9,6	-

Sources: International Monetary Fund, "The IMF and recent capital account crisis: Indonesia, Korea, Thailand and Brazil", edition IMF, Washington, 2003.

Le fait que le FMI s'attendait à un déficit continu du compte courant a aggravé la situation, car il est difficile d'imaginer comment un excès de l'offre de devises étrangères pourrait se présenter. Ce n'est que lorsque le déficit du compte courant s'est transformé en excédent que l'offre de devises étrangères a dépassé la demande et a renforcé le baht.

Une évaluation interne du programme du FMI a admis que le FMI a mal évalué la gravité du ralentissement économique en Thaïlande[376]. La raison invoquée était que le FMI ne s'attendait pas à ce que la contagion se propage à d'autres pays. Toutefois, le rapport a également déclaré que l'erreur d'évaluation était « peut-être due en partie à la préoccupation d'éviter une altération de la confiance des investisseurs étrangers dans le marché thaïlandais, à

[376] Ibid, Section IX, p.80-115.

cause des spéculations[377] ». Le FMI demandait à ce que les pays tels que la Thaïlande fassent preuve de transparence en ce qui concerne la publication d'informations économiques clés.

Quelle qu'en soit la raison, cette erreur d'évaluation a eu des implications importantes sur la structure du plan d'ajustement structurel du FMI. Si le déficit du compte courant se poursuivait, comment la Thaïlande pouvait-elle éviter la faillite en termes de devises étrangères? Fondamentalement, le programme comptait sur une austérité de la politique budgétaire et monétaire pour contrôler la balance du compte courant, rééchelonner la dette extérieure à court terme et attirer des investissements étrangers à moyen et long terme via une privatisation des entreprises détenues par l'Etat.

Goldstein (1999) [378] a critiqué la rigueur de la politique monétaire imposée par le FMI. Selon l'auteur, si le FMI avait conçu un scénario économique plus proche de ce qui s'est réellement passé, il aurait peut être imposé une politique budgétaire et monétaire moins stricte. Le fait que le FMI ait continué à sous-estimer la gravité de la récession économique jusqu'à la fin de 1998 (tableau 3) signifie que l'assouplissement des objectifs budgétaires s'est produit assez lentement. Heureusement pour la Thaïlande, l'augmentation des prix de la plupart des produits agricoles de base en 1998, en raison de la dépréciation du baht, a permis aux familles travaillant dans le secteur agricole d'aider des parents des zones urbaines qui avaient été licenciés suite à la crise.

Le resserrement de la politique monétaire a été considéré comme essentiel pour atténuer la fuite de capitaux. En Septembre 1997, les taux d'intérêts à court terme ont augmenté de près de 100 points par rapport à la période qui a précédé le flottement du baht. Cette augmentation a continué tout au long du troisième trimestre de 1998. Krugman (1999)[379] considère que cette augmentation était nécessaire pour atténuer la fuite de capitaux à un moment où les réserves de change nettes étaient quasi-épuisées. Le resserrement de la politique monétaire s'inscrit dans le cadre de la stratégie du FMI qui tentait de maximiser le renflouement de la dette à court terme, étant donné qu'il s'attendait à la poursuite du déficit du compte courant. Toutefois, cette stratégie n'a pas été particulièrement efficace. Une fois que le marché a réalisé que les réserves de change étaient quasi-épuisées, le baht s'est déprécié rapidement. Une augmentation des taux d'intérêt d'environ 100 points n'était pas suffisamment incitative pour empêcher les résidents ainsi que les non résidents de vendre

[377] Ibid, p. 116.
[378] Goldstein M., "*The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications,* ed Institute for International Economics, Washington, 1999.
[379] Krugman P., *Fire-sale FDI*, NBER Working Paper N°14301, National Bureau of Economic Research, Massachusetts, 1999, p. 20-21.

leurs actifs financiers libellés en baht. Depuis que le gouvernement a laissé flotter le baht en Janvier 1998, le dollar s'est apprécié de plus de 100%, par rapport au baht de sorte que les taux d'intérêts en baht ont été très élevés. Néanmoins, Krugman pense qu'une politique monétaire austère était nécessaire. Il ne s'agissait pas seulement d'atténuer les fuites de capitaux mais aussi de contrôler l'inflation afin que les avantages potentiels d'un Baht déprécié ne soient pas réduits à néant par une inflation incontrôlable. En fait, les sorties nettes de capitaux en 1997 étaient d'environ 9 milliards de dollars par rapport à un afflux net de capitaux d'environ 19.5 milliards de dollars en 1996.

Une autre stratégie du plan d'ajustement structurel du FMI était encore plus problématique. Selon Krugman, il s'agissait des dispositions visant à générer des devises via des investissements à moyen et long terme et à privatiser les entreprises détenues par l'Etat. Vers la fin de 1997, les étrangers avaient le droit de détenir 100% des actifs des institutions financières pour une période de 10 ans. Les actifs des institutions financières mises en faillite ont été vendus aux enchères aux acheteurs domestiques et étrangers. La Privatisation des entreprises détenues par l'Etat a été également soulignée comme une stratégie à moyen terme[380]. Cette stratégie a été critiquée par de nombreux groupes sociaux, tel que les ONG, les syndicats et le patronat. Comme le baht s'est déprécié et la récession s'est aggravée, les critiques ont mis en évidence que cette stratégie bénéficiait aux investisseurs étrangers. Selon Krugman, cette stratégie visait une diminution du prix des entreprises nationales afin d'encourager les rachats d'entreprises thaïlandaises par les étrangers, à un moment où l'économie s'était effondrée et où le baht était à son plus bas niveau. Même aujourd'hui, il s'agit encore d'une question très controversée, surtout en ce qui concerne la privatisation des entreprises détenues par l'Etat.

1.1.2 - La restructuration du secteur financier

Le secteur financier était déjà très affaibli bien avant le flottement du baht, avec de grandes quantités de prêts non performants. Les institutions financières étaient en difficulté, 58 sociétés de financement avaient été suspendues pendant la deuxième moitié de 1997. Le programme du FMI comprenait de nombreuses mesures visant à restructurer et réformer le secteur financier. Feldstein (2000) [381] a critiqué les mesures de restructuration du secteur

[380] Ibid, p.29.

[381] Feldstein M., *Refocusing the IMF*, NBER Working Paper, National Bureau of Economic Research, Massachusetts N°14800, 2000, p.19-25.

financier, étant donné le mandat du FMI et le manque d'expérience de ce dernier dans ce domaine. Les mesures incluaient:

- Une garantie complète de tous les déposants et des créanciers des institutions financières;
- L'amélioration de la réglementation prudentielle des institutions financières, en particulier en ce qui concerne les définitions et les classifications des prêts non performants, et les ratios d'adéquation des fonds propres, afin d'atteindre les normes internationales en 2000;
- L'émission d'obligations pour environ 500 milliards de baht destinées au FIDF (Financial Institution Development Fund);
- L'émission d'environ 300 milliards de baht d'obligations pour aider la recapitalisation des institutions financières ;
- L'adoption de nouvelles lois régissant en particulier les procédures de faillite et de fermeture des institutions financières non-viables, afin d'encourager une restructuration de la dette.

La garantie des déposants et des créanciers était destinée à restaurer la confiance dans le secteur financier. Cependant, elle dégageait la responsabilité des créanciers étrangers des risques qu'ils auraient du supporter. L'augmentation rapide de la dette extérieure à court terme depuis le début des années 1990 était l'une des causes profondes de la crise asiatique. Une grande partie de cette dette a été utilisé pour financer à long terme des projets non-viables, avec bien entendu le consentement des créanciers. Bien que la dette à court terme et la gestion inadéquates des réserves de change par les autorités aient conduit à la crise, les créanciers ont été protégés. La garantie des déposants et des créanciers a également réduit la latitude du gouvernement quant à la façon de traiter avec les institutions financières non-viables. Fermer ces entreprises signifiait tout simplement, la prise en charge de leurs dettes par le gouvernement.

Le passage rapide aux normes prudentielles internationales en 2000 a conduit à un grave dysfonctionnement du secteur financier. Avec la dépréciation du baht et la récession économique, le secteur financier et le secteur des entreprises sont devenus insolvables. Au moment du flottement du baht, le secteur privé avait environ 75,6 milliards de dollars de dette extérieure. Entre mi-1997 et Janvier 1998, le baht s'est fortement déprécié passant de 25,8 bahts pour un dollar à environ 54,1 baht par un dollar. Ainsi, la dette libellée en dollar du secteur privé a-t-elle augmenté d'environ 2,14 billions de bahts, soit environ 44% du PIB.

Dans une situation pareille, il y avait peu de chance pour que les entreprises ayant une dette extérieure élevée restent solvables[382]. Les prêts non performants ont augmenté de plus en plus rapidement. Les institutions financières n'avaient pas les moyens de couvrir ces prêts non performants, en particulier avec la mise en place des normes prudentielles.

Les banques et les sociétés de financement ont suspendu les prêts aux entreprises opérant dans le secteur réel parce qu'ils craignaient que ces prêts se transforment en prêts non performants. Pendant la première moitié de 1998, les banques ont prêté à la FIDF, qui avait besoin d'emprunter pour financer le sauvetage des institutions financières en difficulté. Les emprunts du FIDF sont devenus de plus en plus importants (atteignant plus de 700 milliards de baht en Mai 1998), le taux d'intérêt était de plus de 20% par an au cours du premier trimestre de 1998. La situation a commencé à s'améliorer une fois que le gouvernement a adopté de nouvelles lois en Mai 1998, lui permettant l'émission d'obligations pour environ 500 milliards de bahts afin de payer la dette du FIDF. Les taux d'intérêts ont commencé à baisser, même si on peut constater que la baisse des taux préférentiels n'était pas aussi rapide que celle des taux d'intérêts à court terme. Le résultat pour le secteur réel fut une grave pénurie de liquidités.

L'économie s'est contractée et la récession économique a conduit à une augmentation des prêts non performants. Les principales banques manquaient de capitaux et étaient devenue encore plus réticentes à prêter à l'économie réelle, ce qui a aggravé les problèmes de liquidité du secteur réel. La mise en place de normes prudentielles était censée renforcer le secteur financier. Toutefois, étant donné la récession économique et la faillite du pays au moment ou le gouvernement a laissé flotter le baht, le délai pour la réalisation et la mise en place des normes prudentielles conformes aux normes internationales n'était pas suffisant.

Les prêts non performants ont continué à augmenter. Pour les banques thaïlandaises, le ratio des prêts non performants par rapport au total des prêts a augmenté de 29,4% au premier trimestre de 1998 et de 51,6% au premier trimestre de 1999. Les ratios des prêts non performants des sociétés de financement étaient de 43,8% et 65,5% respectivement. Pour l'ensemble du système financier, le ratio des prêts non performants était d'environ 47% à la fin du premier trimestre de 1999. Par la suite, L'ampleur des prêts non performants freinera toute reprise économique. La question clé pour 1999 était de savoir comment transformer ces prêts en prêts performant afin de rendre le secteur des entreprises solvables[383].

---

[382] Krugman P., "Saving Asia: It's Time to Get Radical. *Fortune*, *A Guide to Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System*, ed International Monetary Fund, April, 1998.
[383] World Bank, "*East Asia: the Road to Recovery*, ed Oxford University Press New York, 1999.

Résoudre le problème des prêts non performants n'était certainement pas facile. Fin Mars 1999, le Comité de restructuration de la dette - sous l'égide de la Banque de Thaïlande - avait seulement réussi à restructurer 281 milliards de baht de dette. Environ 2,7 billions de bahts de prêts non performants restent à traiter. Pour aider à la restructuration de la dette, le gouvernement a adopté un certain nombre de lois, telles que les lois sur la faillite et sur la fermeture des entreprises non viables (la loi sur la faillite a été adoptée le 21 avril 1999 et la loi sur la fermeture des entreprises non viables a été adoptée le 3 Mai 1999). Ces lois ont modifié l'équilibre des pouvoirs entre le créancier et le débiteur au profit du créancier. Selon l'ancienne législation, si un créancier amenait un débiteur devant le tribunal pour avoir refusé de payer sa dette, le processus pouvait durer 8 à 10 ans. En vertu de la nouvelle législation, le délai est devenu beaucoup plus court (2 à 3 ans).

1.2 - La résolution de la crise financière en Thaïlande (1999-2006)

Comme on l'a déjà vu, les mesures prises par le gouvernement thaïlandais afin de résoudre la crise financière de 1997 ont été couronnées de succès et ont fourni une base solide pour de plus ambitieuses réformes par la suite. La crise qui a commencé par une forte dévaluation du baht thaïlandais en Juillet 1997 s'est transformée en une véritable crise financière en quelques mois. Le taux de change et le marché boursier se sont effondrés, la plupart des institutions financières ont été fermées. Pratiquement toutes les institutions financières ont dû être recapitalisées et l'économie s'est contractée de près de 10% en 1998[384]. Des mesures ont été prises immédiatement: en premier lieu l'Etat a stabilisé le secteur financier en garantissant la plupart des dépôts et donc l'existence même des banques. Cette mesure d'urgence a servi de base au plan de sauvetage mis en place plus tard qui visait d'une part à résoudre le problème des prêts non performants et des créances déficientes et d'autre part à recapitaliser les institutions financières.

Par la suite, la fermeture des institutions financières en faillite - souvent accompagnée de leur fusion avec d'autres institutions viables - a contribué à réduire considérablement leur nombre. Cependant, bien que le nombre des sociétés de financement ait sensiblement diminué, passant de 91 à 7 en 2006, celui des banques commerciales n'a pas beaucoup changé. Ainsi, il y a aujourd'hui moins d'institutions financières par rapport à la période précédant la crise financière de 1997 mais elles sont de plus grandes taille.

[384] Warr P.G., "What Happened to Thailand?", *World Economy* N° 22, 1999, p.631-650.

Troisièmement, le gouvernement a explicitement encouragé les banques étrangères à prendre une participation plus active dans le secteur financier thaïlandais afin de stabiliser et de promouvoir la mise à niveau technologique[385]. Avant la crise, les licences attribuées aux banques étrangères étaient strictement limitées ainsi que leur éventail d'activités qui limitait leur part à 5% des actifs financiers. Avec les nouvelles mesures, les banques étrangères étaient désormais autorisées à acheter les actions des principales banques locales, d'accroître leurs portefeuilles dans le secteur financier (de 25 à 49%) et d'exercer leurs activités pratiquement sans restriction via leurs propres entités. Par conséquent, les institutions étrangères ont acquis une part de marché de plus de 15% et leur influence sur le système financier thaïlandais est devenue plus importante que précédemment.

La politique menée par les autorités thaïlandaises afin de promouvoir le développement des marchés de capitaux suite à la crise de 1997 avait un double objectif[386]Tout d'abord, elle découlait d'une logique du développement du secteur financier à long terme. Deuxièmement, elle prenait en compte le fait que les systèmes financiers diversifiés sont plus stables en présence de chocs. Par conséquent, deux plans directeurs de développement du marché des capitaux ont été mis en place, le premier en 2002, couvrant la période 2002-2005, et le deuxième en 2006 couvrant la période 2006-2010.

Des lacunes ont été identifiées dans le plan[387]. Elles découlaient de la petite taille du marché boursier thaïlandais, du nombre limité des entreprises cotées en bourse et du volume de d'échanges assez restreint. Plusieurs mesures ont été prises pour mettre les institutions à niveau et pour rendre le marché de capitaux plus attrayant. Les initiatives entreprises dans le cadre du premier plan semblent avoir été couronnées de succès dans une certaine mesure. Cependant, malgré ce succès, une partie de ce changement était plus ou moins un retour à la situation de la période qui a précédé la crise lorsque le marché boursier était solide. Par conséquent, le deuxième plan, actuellement en cours d'exécution, vise d'une manière plus globale à élargir les progrès accomplis.

Bien que l'état du marché obligataire thaïlandais se soit amélioré peu après la crise, ceci reflète un développement plutôt involontaire compte tenu du fait que les déficits budgétaires ont dû être financés par l'émission d'obligation et d'autant plus que la balance

---

[385] Obadan M.I., "Globalization of Finance and the Challenge of National Financial Sector Development", *Journal of Asian Economics*, N° 17(2), 2006, p.316-332.

[386] Levine R. and Zervos S., *Stock Markets, Banks, and Economic Growth*, *American Economic Review*, 88(3) 1998, p.537-558.

[387] Brown G. and Cliff M.T., *Investor Sentiment and Asset Valuation*", *Journal of Business*, 78 2005, p. 405-440.

commerciale était plutôt excédentaire avant la crise. Par conséquent, l'accent est mis sur le développement d'un marché obligataire d'une taille inférieure à 15% du marché des actions. Un second objectif vise à accroître la part des investisseurs individuels dans le marché obligataire, qui est considéré comme une cause principale de faible liquidité (les investisseurs institutionnels détenaient plus de 70%). Ceci correspond à un troisième objectif : accroître la part limitée des transactions institutionnelles dans le marché obligataire et réduire l'importance relative des investisseurs individuels. Actuellement, les transactions institutionnelles représentent 10%, la part des investisseurs individuels est de 60% avec 30% pour les investisseurs étrangers[388]. Enfin, un quatrième objectif vise à améliorer les instruments de contrôles de risques, qui sont actuellement insuffisants.

Les autorités thaïlandaises ont mis en vigueur des programmes de formation des fonctionnaires, ont créé des incitations fiscales et ont mis en place de mesures réglementaires supplémentaires pour atteindre ces objectifs. A titre d'exemple, les investisseurs individuels qui vont échanger sur le BEX (Bond Electronic Exchange) seront exemptés de la plus-value fiscale. Quel que soit le résultat obtenu en 2010, nous pouvons dire que le secteur financier thaïlandais est d'ores et déjà plus diversifié que jamais. Cette structure financière plus équilibrée - qui est aujourd'hui en mesure de mieux résister aux chocs - devrait contribuer à une plus grande stabilité du système financier.

1.2.1 - Des Institutions financières spécialisées détenues par l'Etat

L'importance croissante des institutions financières spécialisées (IFS) détenues par l'Etat en Thaïlande est peut être surprenante étant donné que le développement du secteur financier s'accompagne généralement d'un déclin du rôle de l'État. Ainsi, la Banque Centrale n'accorde pas directement des prêts aux entreprises et le rôle des banques commerciales détenues par l'État a diminué. Toutefois, il est admis que l'état peut jouer un rôle productif à travers la fourniture de certains services qui ont un intérêt social et qui ne sont pas automatiquement assurés par le secteur privé. Les IFS détenues par l'Etat constituent un moyen de fournir de tels services.

Les IFS thaïlandais ont joué le rôle d'auxiliaires du gouvernement pour le développement économique et social ainsi que pour la mise en œuvre de certaines agences spécialisées en vue de fournir une aide financière à certains secteurs de l'économie. Avec une large gamme de services fournis - tels que les crédits immobiliers, les crédits aux petites et

[388] Brown G. and Cliff M.T., "*Investor Sentiment and Asset Valuation*", *Journal of Business*, 78 2005, p. 405-440.

moyennes entreprises (PME), les crédits d'import-export ou de microcrédits - les ISF sont en mesure d'atteindre différents types de clients, en particulier les groupes à faible revenu qui n'avaient pas accès aux services financiers fournis par les banques commerciales. De plus, les ISF ont également joué un rôle majeur en aidant les personnes touchées par toutes sortes de catastrophes naturelles.

Le pourcentage des prêts accordés par les cinq plus grands ISF par rapport au total des prêts entre début 2001 et le 1er trimestre 2006 a augmenté de 17,5% à 20,3%. Toutefois, cette augmentation était due tout d'abord à la crise asiatique qui a d'abord endommagé la crédibilité des institutions financières privées. En deuxième lieu, elle était due aux nouveaux programmes de crédits mis en place par l'administration Thaksin entre 2002 et 2004. Enfin, la crise a provoqué un resserrement du crédit qui ne s'appliquait pas aux ISF. En ce qui concerne le rôle des IFS dans la mobilisation des dépôts entre 2001 et 2005, le ratio des dépôts dans les cinq plus grands IFS par rapport au total des dépôts dans toutes les institutions financières a augmenté de 16,0% à 17,5%[389].

Après cette phase d'expansion, la politique du gouvernement thaïlandais vise aujourd'hui à soumettre les ISF aux mêmes règlements que les banques commerciales. Le ministère responsable a mis en place un «système de surveillance des ISF» qui impose aux ISF la communication d'informations réglementaires de même nature que celles fournies par les banques commerciales (qui sont régies par la Banque Centrale), à la même fréquence. Les ISF sont en outre invitées à mieux résoudre le problème des prêts non performants. Même si le ratio des prêts non performants des ISF était de 7,6% fin 2005 et donc plutôt au-dessous de la moyenne des autres institutions financières, le ratio de certains ISF est bien au-dessus de 10%.

1.2.2 - Les institutions de supervision et de contrôle

Au stade de développement du secteur financier thaïlandais en 2006, l'introduction et le perfectionnement des institutions de supervision et de contrôle peut et devrait avoir lieu. Nous mentionnons les institutions essentielles à cet égard et nous discutons des changements qui ont eu lieu concernant les régulations d'adéquation des fonds propres.

En ce qui concerne la création et le perfectionnement de ces institutions, la crise asiatique a représenté le catalyseur qui a augmenté la vitesse de la mise à niveau du secteur financier thaïlandais. Ainsi, le manque d'information sur la procédure d'octroi de crédit à un

[389] Kaboski J.P. and Townsend R.M., *Policies and Impact: An Analysis of Village-Level Microfinance Institutions*", Journal of the European Economic Association N°3(1), 2006, p.1-50.

emprunteur par plusieurs institutions a motivé la mise en œuvre d'un *Bureau National de Crédit* en 2005. En ce qui concerne l'assurance des dépôts, la garantie des dépôts par le gouvernement qui était nécessaire à la régularisation du système financier en 1997 a été remplacée par un dépôt partiel d'assurance en 2007. Une autre étape majeure a été le remplacement de la « Loi sur les banques commerciales » de 1962 par la FIBA (*Financial Institutions Business Act*). La FIBA unifie la supervision des banques commerciales, des sociétés de financement et des sociétés de crédit foncier. Ses compétences couvrent également la supervision des prêts à la consommation accordés par les institutions financières non bancaires. En outre, elle introduit des règles de gouvernance d'entreprise, un domaine où les comparaisons internationales indiquent une faiblesse particulière des institutions financières thaïlandaises[390].

Enfin, une réglementation bancaire canonique - en conformité avec Bâle I et II[391]- a été mise en œuvre en plusieurs étapes. Il est peut être utile, de rappeler que la Thaïlande a officiellement adopté la réglementation de Bâle I en 1993, c'est-à-dire avant l'éclatement de la crise asiatique. Le fait que les banques thaïlandaises n'avaient pas pris des risques de change élevés est une des conséquences positives de cette adoption. Toutefois, l'adoption de Bâle I a eu des effets pervers dans la mesure où les sociétés de financement thaïlandaises n'étant pas encore diversifiées, elles étaient autorisées à exercer leurs activités avec un ratio d'adéquation des fonds propres plus faible que celui les banques ordinaires.

De plus, la mise en œuvre était limitée car la classification des prêts n'était pas conforme aux normes internationales. Par conséquent, peu de prêts ont été reconnus et classés en tant que non performants ce qui ne posait aucun problème tant que les banques et leurs clients pouvaient faire face. Toutefois, lorsqu'il s'est avéré que les prêts non performants ne pouvaient pas être facilement rééchelonnés dans l'environnement macroéconomique des années 1996/97, la non-classification s'est transformée en un énorme problème. Il résulte de

---

[390] Caprio, G. and Levine, R., "*Corporate Governance in Finance: Concepts and International Observation*". In: Litan R.E. et al., "*Financial Sector Governance: The Roles of Private and Public Sectors*", ed Brookings Institution Press, Washington, 2002, p.17-50.

[391] **Bâle I** est un ensemble de recommandations formulées en 1988 par le Comité Bâle, un comité rassemblant les banquiers centraux des pays du G-10 sous l'égide de la Banque des règlements internationaux. Ces recommandations visaient à assurer la stabilité du système bancaire international en fixant une limite minimale à la quantité de fonds propres des banques. Ce minimum a été fixé en mettant en place un ratio minimal de 8% de fonds propres par rapport à l'ensemble des crédits accordés par les banques. Les accords de **Bâle II** ont été signés en 2004 par les gouverneurs des banques centrales du comité de Bâle pour fixer la réglementation bancaire. Ils proposent un certain nombre de normes prudentielles pour limiter les risques bancaires comme le risque de crédit ou de contrepartie, en jouant sur les exigences de capitaux propres. En particulier, ils proposent la mise en place du ratio McDonough, qui limite le montant des prêts accordés en fonction du niveau des capitaux propres et du risque des prêts. Ces normes prennent la suite des normes issues des accords de Bâle I, dont le ratio cooke, qui ne prenait pas en compte finement le risque. Elles sont entrées pleinement en vigueur au 1er janvier 2008. Source: Vernimmen website et wikipedia. Pour plus de détails, voir la Lettre Vernimmen.net n° 20 de juin 2003.

cette expérience que, bien que les autorités aient déjà commencé en 1997 à corriger le problème de classification des prêts, il leur a fallu attendre 2002 pour mettre les règles de classification thaïlandaise en conformité avec les normes internationales.

Le degré requis et nécessaire des régulations d'adéquation des fonds propres constitue un autre aspect important de la question. Lorsque Bâle I a été mis en place les autorités thaïlandaises ont fixé le capital minimum requis à 8% ce qui est inférieur au ratio imposé par les normes internationales. Ceci reflète la situation problématique de nombreuses banques thaïlandaises. Toutefois, il était clair dès le début que le niveau attendu serait de 8,5% signalant ainsi l'objectif visant à avoir des institutions fortement capitalisés. Le niveau espéré a été réalisé il y a plusieurs années; plus surprenant, le ratio d'adéquation des fonds propres des banques commerciales thaïlandaises a atteint environ 13% au cours de l'année 2006.

L'une des raisons pour ce cette réserve de capital est peut être l'introduction de la réglementation Bâle II en 2008, qui devrait augmenter le capital requis pour les banques thaïlandaises. En 2006, la Banque Centrale a publié les lignes directrices appropriées afin que le secteur bancaire puisse se préparer. Toutefois, la réglementation prudentielle est seulement l'un des sept domaines de principes fondamentaux de Bâle. La Thaïlande doit encore améliorer la surveillance consolidée et appliquer les normes internationales sur la publication des informations financières. Les autorités et les praticiens sont conscients que la mise en œuvre de Bâle II pourrait nécessiter plusieurs années pour devenir efficace.

1.2.3 - L'accès aux services financiers

Les autorités thaïlandaises ont mis l'accent sur les mesures visant à élargir l'accès aux services financiers[392]. Cette politique avait pour objectif l'amélioration de l'efficacité du système financier. Comme mentionné plus haut, la Thaïlande - à l'instar de nombreux pays émergents - a pris un chemin dualiste de développement impliquant la région de Bangkok et les autres régions qui étaient économiquement en retard d'autre part. La différence de revenu par habitant entre Bangkok d'une part et les régions éloignées était de 1 à 10[393], alors que l'écart des revenus entre les régions riches et régions pauvres dans les pays développés est de beaucoup inférieur. Cette disparité régionale est étroitement liée à un écart entre les zones urbaines et les zones rurales, parce que les régions rurales ont tendance à avoir de faibles

[392] Krongkaew M. and Kakwani N., "*The Growth-Equity Trade-Off in Modern Economic Development: The Case of Thailand*", Journal of Asian Economics, N°14, 2003, p.735-757.
[393] Paulson A.L. and Townsend R., "*Entrepreneurship and Financial Constraints in Thailand*", Journal of Corporate Finance, N°10, 2004, p.229-262.

revenus. Des craintes ont été alimentées par le fait que la répartition des revenus en Thaïlande est devenue encore plus inégale mais la Thaïlande était encore loin des niveaux d'inégalité de l'Amérique latine.

Une bonne infrastructure financière est nécessaire pour attirer les investissements étrangers. Selon Paulson et Townsend[394], les contraintes financières existantes dans les régions les moins développées de la Thaïlande, telles que les zones rurales du Nord Est du pays, ont découragé les investisseurs qui se sont installés dans les régions développées du pays. Cela signifie que l'amélioration de l'accès aux services financiers pourrait apporter un double avantage.

Le plan de la réforme du secteur financier propose une amélioration de l'infrastructure financière en trois étapes: tout d'abord, informer et soutenir les banques commerciales dans leur stratégie de prêts aux ménages à faibles revenus. En deuxième lieu, transformer la BAAC (*Bank for Agriculture and Agricultural Co-Operatives*) en une véritable banque rurale de développement. Et enfin, appuyer financièrement les institutions micro-financières. Ces politiques ont été lancées mais ne sont pas encore pleinement appliquées. Une autre étape consiste à soutenir la concurrence entre les différentes institutions et à réduire le poids important des prêteurs sur gage.

Globalement, les réformes récentes ont amélioré la « santé » du système financier en Thaïlande: le développement des marchés de capitaux est en cours. Les institutions financières spécialisées ont bien accomplis les tâches qui leur ont été attribuées et leur rôle sera normalisé dans une certaine mesure. Les institutions de supervision et de contrôle ont été mises en œuvre et un accès plus large aux services financiers a été mis en place. Néanmoins, en raison de l'intégration internationale de plus en plus rapide, une croissance économique accélérée est nécessaire.

1.3 - Le rôle des institutions financières non bancaires (IFNB)

Un rôle croissant des institutions financières non bancaires correspond à un processus normal qui reflète l'élargissement et la spécialisation des institutions financières. Les IFNB en Thaïlande sont définies comme des intermédiaires financiers qui ne reçoivent pas de dépôts du public mais qui participent au financement de l'économie en octroyant des crédits ou en effectuant des opérations financières ayant des incidences sur le secteur monétaire comme l'émission des obligations. À la fin de 2005, la part de marché de tous les IFNB - y compris

[394] Ibid, p.229-262.

les compagnies d'assurances et de réassurances, les établissements de crédit-bail et de leasing, et les sociétés financières et de participation - représentait 8,1% du total des prêts (le montant total étant de 7,500 milliards de baht, c'est-à-dire environ 185 milliards de dollars américains)[395]. Ainsi, les banques restaient, de loin, dominantes avec une part de 91,9%. Toutefois, cette image est trompeuse parce que les IFNB ont en général beaucoup plus de parts de marché dans leurs domaines d'activités. Les établissements de crédit-bail et de leasing fournissent des prêts à plus long terme (généralement de 3 à 5 ans). Les établissements qui fournissent des prêts personnels et des cartes de crédit fournissent plutôt des prêts à court terme.

La raison de la montée de ces IFNB est triple: tout d'abord, elles opèrent dans le vide laissé par les banques commerciales dont les opérations sont extrêmement risquées après la crise asiatique. Deuxièmement, les prêts accordés par ces institutions ont aidé à surmonter la forte dépendance du système bancaire envers les prêts sur gage impliquant principalement des biens immobiliers. Troisièmement, les autorités avaient autorisé les IFNB à opérer- en dépit d'un manque d'uniformité dans les réglementations - car elles élargissaient le volume de prêts disponible, en particulier en accordant des prêts aux ménages à faibles revenus qui avaient un accès moins facile aux prêts octroyés par les banques. Enfin, les IFNB sont le concurrent principal du secteur bancaire.

Toutefois, la montée en puissance des IFNB dans le même temps a suscité des préoccupations. En raison de leur croissance rapide, la taille de ces IFNB a augmenté de telle sorte que leur faillite pourrait avoir des effets graves sur l'ensemble de l'économie. Ceci appelait une réglementation appropriée de ces institutions financières. En outre, les IFNB sont généralement en concurrence avec les banques, de sorte qu'il doit y avoir également une réglementation à ce sujet. Il semblait évident que cette inégalité de traitement entre les IFNB et les banques devait prendre fin et en effet, en 2006, les autorités thaïlandaises ont élaboré des plans sur la manière dont elles devaient réglementer ces institutions.

1.3.1 - Le rôle des IFNB sur le marché des prêts personnels

Nous allons décrire le marché des prêts personnels en Thaïlande et le rôle joué par les IFNB. Alors que certains observateurs estiment que les IFNB exerçaient une influence bénéfique en servant les clients à faible revenu, d'autres soutiennent que les taux d'intérêts sont encore très élevés et que ces clients ont besoin de protection.

[395] Rajan R. and Zingales L, *The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century*, Journal of Financial Economics N°69, 2003, p.5-50.

La dette totale des ménages était d'environ 2000 milliards de baht en 2004, 31% de ces prêts étaient des prêts à la consommation. Toutefois, les deux tiers du total ont été garantis et étaient souvent utilisés à des fins commerciales. Le tiers restant des prêts non garantis a été divisé entre les banques et les IFNB avec une répartition variable entre eux. De toute évidence, le rôle des IFNB est très important dans ce domaine, en particulier pour les clients à faible revenu[396].

Les IFNB octroient des prêts moins importants que ceux octroyés par les banques à tous les groupes de revenu. Toutefois, les différences entre les banques et les IFNB ne sont pas si importantes à un certain niveau de revenu qui est de 15000 bahts par mois. Les IFNB complètent l'action des banques en ce qui concerne l'extension des prêts aux ménages à faible revenu. Une autre observation très intéressante peut être faite à partir des chiffres relatifs aux prêts non performants. Le taux global des prêts non performants par rapport au nombre de clients est de 5% en moyenne. Le ratio des prêts non performants par unité de volume sur l'ensemble des prêts est de 8,9%. Ce chiffre est encore plus avantageux lorsque les plus grands clients des banques se retirent et le ratio tombe à 6,3%. Le résultat décevant des banques indique déjà que les IFNB avaient un taux de prêts non performants plus faible que celui des banques[397].

Toutefois, il y a aussi un biais quant aux résultats des IFNB. Tout d'abord, les clients à faible revenu représentent moins de 25% des clients des IFNB, mais ils appartiennent au groupe qui a les plus faibles revenus et qui représente 75% de la population thaïlandaise. Il serait donc intéressant de comparer les bénéfices des IFNB non seulement avec les banques mais aussi avec les IFS qui ciblent aussi les groupes à revenu faible. Deuxièmement, les taux d'intérêts sont très élevés dans ce secteur avec près de 25 à 30% par an; les taux d'intérêts sont encore un peu plus élevé pour les IFNB en raison de leur structure d'entreprise avec de plus petits clients et moins de prêts. Fin 2005, les autorités ont fixé le plafond maximal des taux d'intérêts dans ce secteur à 28 %. Troisièmement, les IFNB ont contribué à l'augmentation des niveaux des prêts.

1.3.2 - La politique de prêts personnels

Les prêts personnels ont été dans l'ensemble non réglementés dans le passé. La principale préoccupation du public en ce qui concerne les prêts personnels octroyés par les

[396] Graff M. and Karmann A., *What Determines the Finance-Growth Nexus? Empirical Evidence from Threshold Models*, Journal of Economics, N°87, 2006, p.127-157.
[397] Ibid, p.140.

IFNB portait sur les taux d'intérêts qui ont pu atteindre des niveaux aussi élevés que 28%, ce qui est en contraste avec les taux d'intérêts observés sur le marché monétaire qui sont d'environ 5%. Les prêts personnels sont caractérisés par une clientèle qui investit dans des projets non performants et par des coûts d'exploitation de plus en plus élevés en raison des faibles volumes de prêts et de la durée limitée des prêts d'extensions. Néanmoins, l'essor de ce secteur d'activité et l'entrée de banques, en particulier les banques étrangères, dans ce secteur montre que les possibilités de profit sont très attrayantes.

Des taux d'intérêt élevés et même des profits élevés ne constituent pas eux-mêmes une bonne motivation pour l'intervention publique tant que la concurrence est loyale sur le marché. Il est peut être utile de modifier la perspective de l'évaluation à cet égard: de nombreux clients à faible revenu doivent choisir entre les IFNB et les prêteurs du marché noir. Même si les statistiques officielles sur le « marché noir » n'existent pas, il est connu à travers de nombreuses enquêtes que les acteurs de ce marché imposent sur les petits prêts des taux d'intérêts qui peuvent facilement atteindre 50% par an ou 10% par mois. Ces chiffres ont été compilés en vue d'évaluer l'utilité des institutions de micro financement qui souvent pratiquent des taux d'intérêts d'environ 20% par an. Toutefois, de nombreuses institutions de micro financement sont soutenues financièrement. Il n'est donc pas juste de considérer leur taux d'intérêt nominal mais il convient plutôt de prendre en compte leur coût basé sur les taux d'intérêts qui sont plutôt de l'ordre de 30%. Nous en concluons que les taux d'intérêts des IFNB thaïlandaises ne sont généralement pas trop élevés[398].

Il existe, cependant, de graves problèmes en raison d'une éducation financière insuffisante des consommateurs qui ont des difficultés à reconnaître les taux d'intérêts et à anticiper correctement les paiements. Par conséquent, les prêteurs devraient indiquer le taux d'intérêt effectif y compris tous les frais. Un problème connexe se réfère à des frais cachés en cas de problèmes de remboursement qui devraient être rendus transparents et qui devraient être limités à un montant raisonnable. En ce qui concerne le fardeau de la dette totale que les clients n'ayant reçu aucune éducation financière parviennent mal à évaluer, un règlement a limité les prêts personnels à un maximum de 5 fois le revenu mensuel (depuis fin 2005). Toutefois, un tel règlement ne peut être efficace à 100%, parce que la capacité de remboursement des clients ne dépend pas uniquement du revenu, mais aussi de la richesse, des perspectives et des engagements existants. Il serait donc préférable de soutenir les

[398] Easterly W. and Levine R., *What Have We Learned from a Decade of Empirical Research on Growth? It's not Factor Accumulation: Stylized Facts and Growth Models*, World Bank Economic Review, N° 15, 2006, p.177-219.

prêteurs, afin qu'ils puissent se procurer des technologies modernes dans le calcul de la charge financière raisonnable. Quelle que soit la mesure adoptée, il serait toujours avantageux que les informations sur les emprunteurs soient centralisées afin que les différents prêteurs puissent obtenir des informations sur le total des engagements de leurs clients. Il faut pour cela développer les bureaux de crédit dans le domaine des prêts personnels et des prêts octroyés par les IFNB.

Le débat politique sur les prêts personnels comporte également un deuxième volet: les effets macro-économiques possibles. En Thaïlande, il s'agit surtout des prêts à la consommation plutôt que des prêts destinés au financement des entreprises[399]. Ce problème est connu dans beaucoup de pays développés, notamment aux États-Unis et son évaluation est tout aussi difficile dans le cas thaïlandais. Cette difficulté est causée par un manque de transparence: premièrement, il n'y a pas d'informations valides sur la manière dont les prêts personnels sont utilisés par les emprunteurs, on sait simplement que certains de ces prêts ont un caractère d'investissement, à des fins d'enseignement ou pour financer des entreprises à court-terme. Deuxièmement, il est difficile d'évaluer un niveau approprié de la dette des ménages surtout en ce qui concerne les prêts personnels. Si on compare la situation en Thaïlande à celle de la Malaisie par exemple, le niveau de la dette des ménages thaïlandais est de 33% du PIB, un niveau faible par rapport à celui de la Malaisie qui est de 63%. Troisièmement, l'endettement des ménages peut avoir des raisons diverses. En Thaïlande, les prêts au logement sont légèrement au-dessus de 50% du total de la dette des ménages, ce qui semble être assez faible en comparaison avec d'autres pays.

Globalement, les prêts personnels ont atteint un volume important au cours des dernières années. Sans aucun doute, une meilleure protection des consommateurs et une extension de bureaux de crédit dans ce domaine seraient utiles.

1.4 La dette publique

Comme on l'a déjà vu, avant la crise économique et financière de 1997, la balance des comptes courants de la Thaïlande a été excédentaire pendant neuf années consécutives. Par conséquent, la dette publique a baissé à 14% du PIB en 1995/96. Lorsque la crise de 1997 s'est produite le gouvernement a pris en charge les pertes importantes du secteur financier tout en menant une politique budgétaire expansionniste. Il en a résulté une forte augmentation

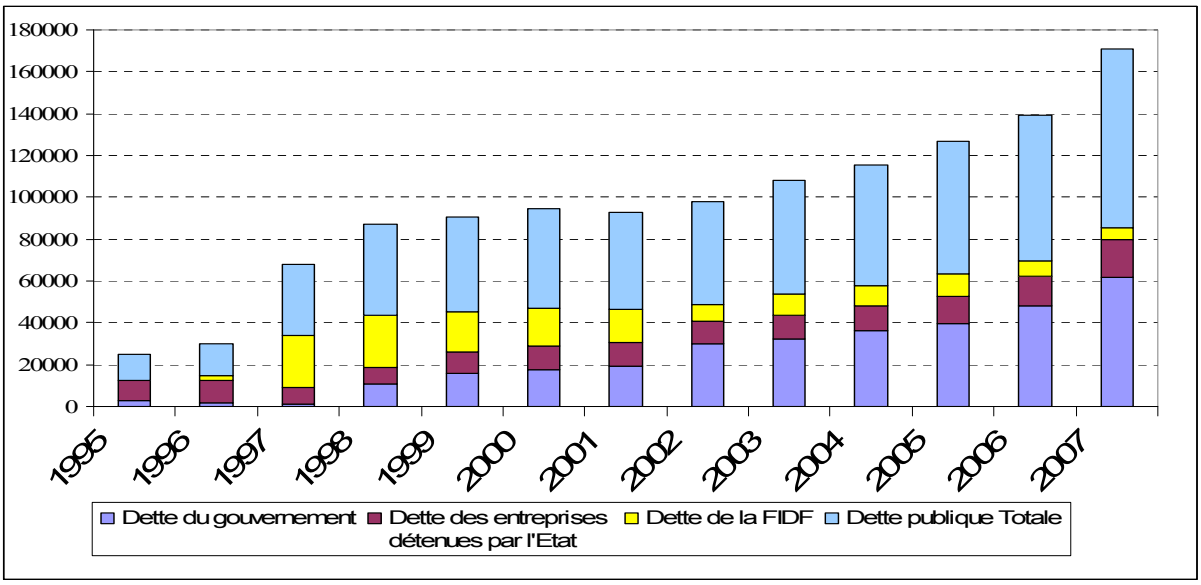
[399] Fase M.G. and Abma C.N., "*Financial Environment and Economic Growth in Selected Asian Countries*", Journal of Asian Economics N°14, 2006, p. 11-21.

de la dette publique, jusqu' à 58% du PIB en 2000/01. Toutefois, le ratio dette publique/PIB a baissé progressivement à 30% en 2006 et le déficit de trésorerie du gouvernement s'est amélioré en raison du redressement économique et de la consolidation budgétaire qui avait eu lieu depuis 2002. Grâce à la politique économique menée par le gouvernement thaïlandais dans le cadre du programme appuyé par le FMI, la Thaïlande est parvenue à rétablir sa situation économique. Aujourd'hui, la Thaïlande n'est pas dans une situation de surchauffe ni de surinvestissement[400]. En 2006, La croissance économique et l'inflation étaient de 4,5% et de 3% respectivement. Le taux d'investissement s'élevait à 32% en 2006 pour un taux d'épargne de 30%. Le crédit domestique est passé à un rythme annuel de 3%. En effet, les politiques adoptées dans le cadre du programme appuyé par le FMI ont rétabli la stabilité extérieure, reconstruit les réserves de change et ~~ont~~ mis en place une réforme du secteur financier, même s'il s'agit dans ce dernier cas d'une tâche qui reste inachevé. La Thaïlande a cessé d'effectuer des tirages sur les ressources du FMI; elle a même tout remboursé au FMI en Août 2003. Le seul problème que l'on peut constater d'après ce qu'on vient de voir ci-dessus est que le redressement de la situation économique en Thaïlande a conduit à une augmentation de la dette publique. Les emprunts contractés par le secteur privé ont été convertis en passif public.

La dette publique en Thaïlande se compose de 3 éléments : la dette du gouvernement, la dette publique des entreprises non-financières et la dette de la FIDF. La figure 2 montre que la dette publique totale de la Thaïlande en 2007 s'élève à 61,7 milliard y compris les emprunts intérieurs et extérieurs contractés pour financer les dépenses publiques et une partie des coûts de restructuration financière. La dette publique des entreprises non-financières détenues par l'Etat, s'élève à environ 18 millions, tandis que celle du FIDF est d'environ 6 millions.

[400] Sachs G., "*Emerging markets and the global economy – Hysteresis not hysteria*", Global Economics Weekly, Issue N° 05, November 2005.

Figure 2 : Dette publique de la Thaïlande (1995-2007)
(En millions de dollar américain)



Remarque: taux de change Baht/Dollar à la fin de chaque période (30 Septembre de chaque année).
Source: Banque de la Thaïlande[401].

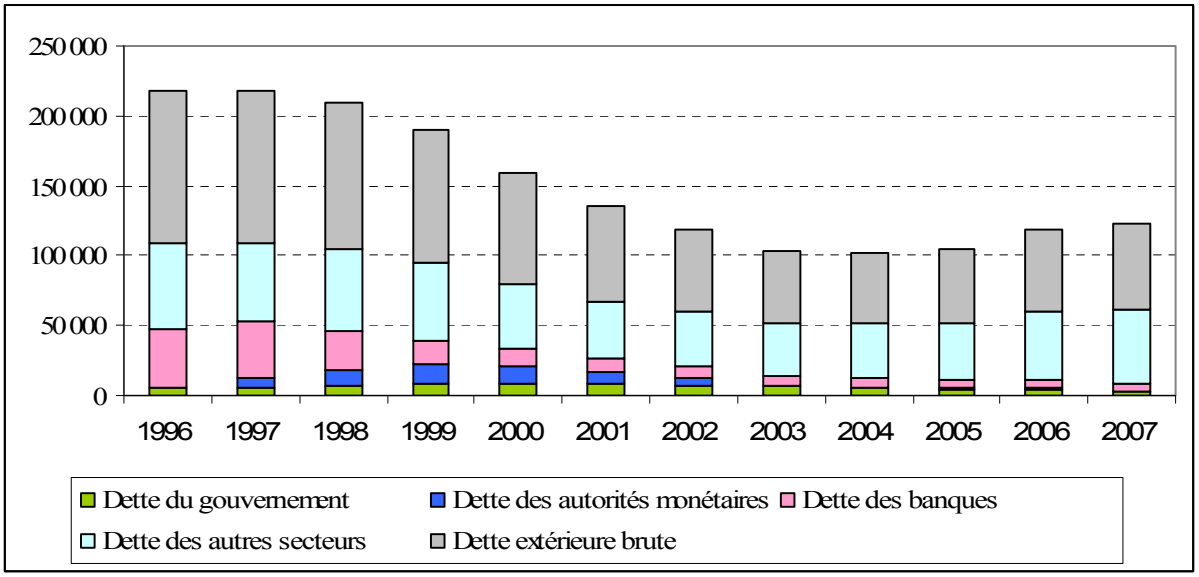
Les données sur la dette publique en cours incluent déjà la dette contractée par les Entreprises non financières détenues par l'Etat. Ceci implique une surestimation des ressources nécessaires au service de la dette, c'est-à-dire la charge fiscale, parce que la dette des entreprises détenues par l'État fait partie de la charge fiscale si et seulement si une des ces entreprises fait faillite.

En 2007, la dette extérieure de la Thaïlande totalisait 61,7 millions de dollars américains. Ce chiffre représente une baisse annuelle moyenne de 5,7% par rapport à 1998 (105 millions). Concernant la balance des comptes courants, la tendance qui avait créé l'excédent courant s'est retournée pour aboutir à une situation de déficit depuis 2005 (- 1,9 %). Le compte financier montre une montée en puissance des investissements de portefeuille et des investissements directs étrangers. Le taux de change effectif réel a été de nouveau surévalué et ce de façon croissante depuis début 2006. Enfin, les réserves de change ont totalisé 60 milliards de dollars américains au troisième trimestre 2006. Par ailleurs, les prêts non performants ont enregistré une baisse substantielle supérieure à 40 % en 1999. Le taux

[401] Site web de la banque de la Thaïlande. Données statistiques concernant la dette du gouvernement et celle des entreprises détenues par l'Etat disponible sur le lien suivant:
http://www2,bot,or,th/statistics/Download/EC_PF_006_ENG_ALL,XLS
Pour les données concernant la dette de la FIDF: Banque de la Thaïlande, Financial Institutions Development Fund, « *Financial statement* », 1995-2007 disponible sur le lien suivant:
http://www,bot,or,th/English/FinancialInstitutionsDevelopmentFund/About_FIDF/Annual/Pages/Annual,aspx

des prêts non performant a encore baissé pour atteindre les 8 % en 2006. Cela reste élevé mais la tendance est à l'amélioration[402].

Figure 3 : La dette extérieure de la Thaïlande (1996 □2007).
(En millions de dollar américain)



Source: Banque de la Thaïlande. Données disponible sur le lien suivant: http://www2.bot.or.th/statistics/Download/EC_XT_032_ENG_ALL.XLS. Le 09-01-2009

Cependant, depuis 2007, la Thaïlande se trouve dans une situation inconfortable pour des raisons endogènes. L'opposition grandissante à l'ex-Premier Ministre Thaksin Shinawatra avait conduit le pays à un blocage politique qui menaçait d'affecter l'économie. Le point positif est que la prise de pouvoir par les militaires était perçue comme la possibilité d'enclencher enfin l'important plan d'infrastructures développé par l'équipe précédente mais dont la mise ne œuvre était sans cesse retardé.

Pour conclure, on peut dire que la situation économique en Thaïlande s'est beaucoup améliorée depuis la crise de 1997, même si la réforme du système financier thaïlandais reste inachevée. Si l'on prend en considération le fait qu'une partie importante de la population a un revenu mensuel de quelques centaines de dollars américains et quelques années seulement d'enseignement scolaire, on trouve que certaines entreprises thaïlandaises sont en concurrence avec des produits beaucoup plus développés sur le marché mondial. Par conséquent, la réforme du système financier doit en même temps développer des outils de micro-finance efficaces pour les zones rurales sous développées, le commerce électronique et les techniques

[402] Voir: La Porta R. et al., "Government Ownership of Banks", *Journal of Finance*, N°57, 2007, p.265-301. Demetriades P.O. and Luintel K.B., □*Financial Restraints in the South Korean Miracle*□, Journal of Development Economics N°64, 2006, p. 459-479.

de gestion de risque conformes aux exigences de Bâle II. En plus de cette disparité, il y a eu beaucoup de dynamisme au fil du temps, en raison de la forte croissance économique de la Thaïlande et aussi en raison des conséquences de son intégration internationale. La Thaïlande a introduit une régulation bancaire conformément à Bâle II, et a signé un accord de libre échange avec les Etats-Unis, ce qui rendu la libéralisation financière encore plus rapide.

Tout d'abord, il semble important de poursuivre la mise en œuvre du plan directeur du secteur financier : rationaliser la structure des institutions financières. En considérant que les sociétés de financement et les entreprises de crédit doivent devenir des sociétés commerciales ou des banques de détail, il semble y avoir de place pour rationaliser les ISF et intégrer les IFNB dans le domaine des autres intermédiaires financiers. En second lieu, en dépit du développement déjà réalisé dans le marché des capitaux, les autorités thaïlandaises devraient poursuivre leurs efforts afin d'améliorer davantage la qualité des services fournis par les institutions financières[403]. En outre, les économies en développement sont de plus en plus dépendantes des banques plutôt que des marchés de capitaux, de sorte que les mesures d'incitation devraient tenir compte de ces avantages économiques[404]. Troisièmement, la montée en puissance des ISF nécessite une consolidation et une meilleure intégration de la surveillance classique. Quatrièmement, la réglementation devrait précéder la libéralisation. Les mesures préparatoires à prendre en considération avant Bâle II devraient être mises en place efficacement ce qui permettrait de fournir un repère naturel pour le bon développement du secteur financier. Enfin, il n'y a pas de bonne raison économique pour laquelle les IFNB ne soient pas réglementées comme les autres intermédiaires financiers. Sans une protection appropriée des consommateurs, des réglementations plus strictes seront plus appropriées qu'une promotion de ces institutions financières. Reste que l'endettement peut produire de nouvelles faiblesses si le PIB baisse.

2 - L'Indonésie : La réforme du secteur financier

L'économie indonésienne a été gravement touchée à la suite de la crise financière qui a balayé l'Asie du Sud-est en Juillet 1997. L'Indonésie a subi un traitement de choc du FMI et suivi de près par ce dernier. Les turbulences monétaires se sont propagées dans toute la région

[403] Levine R., *Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?*, Journal of Financial Intermediation N°1, 2002, p.398-428.

[404] Tadesse S., *Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence*, Journal of Financial Intermediation N°1, 2002, p.429-454.

lorsque les autorités thaïlandaises ont décidé, le 2 Juillet 1997, de ne plus défendre le baht. Les spéculations contre le baht thaïlandais se sont rapidement étendues à l'Indonésie

Entre le 9 Juillet, date à laquelle la pression sur la roupie indonésienne a commencé, et le 9 Octobre, date à laquelle l'Indonésie a officiellement demandé l'aide du FMI, la roupie a perdu près de 35% de sa valeur par rapport au dollar américain, alors que la bourse de Jakarta chutait de 40%. Les mesures temporaires mises en vigueur par le gouvernement – comme le flottement de roupie, le resserrement budgétaire et la mise en attente de projets d'infrastructure d'une valeur de 37 milliards de dollar américain – n'ont pas réussi à mettre fin à la chute de la roupie[405]. La crise a révélé des insuffisances structurelles dans l'économie indonésienne qui ont contraint l'Indonésie à demander officiellement l'assistance de la communauté internationale. Le plan d'ajustement structurel de l'Indonésie a été annoncé par le gouvernement indonésien dans une déclaration publiée le 31 Octobre 1997. Le 5 Novembre, le gouvernement indonésien et le FMI ont fourni des détails sur ce sauvetage[406]. Le Fonds a fourni, a posteriori, son analyse sur les faiblesses structurelles de l'économie indonésienne et a énoncé une stratégie politique à moyen terme avec un accent particulier sur la réforme du secteur financier et des politiques structurelles. Le plan proposé par le gouvernement indonésien et approuvé par le FMI était à moyen terme (3 ans). Il comportait trois grandes dimensions :

- La mise en place d'une politique de resserrement budgétaire et monétaire destinée à stabiliser le marché financier et à réduire le déficit du compte courant;
- La restauration de la « santé » du secteur financier, y compris la fermeture des banques non viables;
- La mise en œuvre des réformes structurelles y compris la libéralisation du commerce international et des investissements étrangers, et le démantèlement des monopoles nationaux, permettant ainsi une plus grande participation du secteur privé et le développement de la privatisation.

Le secteur bancaire indonésien a connu des changements radicaux dans la période de l'après crise notamment en ce qui concerne la redistribution de la propriété. Ces changements ont eu lieu parce que le secteur était gravement touché par la crise économique et aussi parce qu'il a été placé au cœur des réformes économiques menées dans le cadre du plan

---

[405] Peel Q. and Sander T., *Regime tarnished by man-made calamities,* in *Survey on Indonesia*, published by the London Financial Times, November 24, 1997, p. 13.

[406] International Monetary Fund, *IMF Approves Stand-by Credit for Indonesia*," IMF News Brief N°97/50, November 5, 1997.

d'ajustement structurel du FMI. Suite à une série de mesures de reconstruction des banques, il y a eu des changements majeurs de propriétaires des grandes banques privées. Ces changements étaient en contraste frappant avec la situation en Thaïlande où les quatre plus grands conglomérats financiers avaient réussi à surmonter la crise. Même au niveau national, le secteur bancaire a connu un sort différent du secteur des entreprises où le redéploiement des acteurs qui auraient dû être associés à l'élimination de la dette des entreprises n'a eu lieu que partiellement et d'une manière non transparente.

L'institution financière et le système de supervision bancaire en particulier ont subi des modifications importantes. La Banque de l'Indonésie - la Banque Centrale - qui était auparavant placée sous l'égide du gouvernement et n'avait que peu de pouvoir est devenue indépendante et a obtenu une large autorité sur les banques. Les systèmes de gestion des risques des banques et le système de garantie des dépôts sont devenus institutionnalisés. Bien que ces changements aient eu lieu à l'initiative du FMI, ils représentaient une nouvelle tentative visant à construire une institution financière qui n'a jamais été fonctionnelle dans le cadre du régime du président Suharto.

La crise bancaire indonésienne, qui « s'est avéré être l'une des plus graves de tous les pays dans le monde au XXe siècle»[407], a suscité l'intérêt des économistes. Il y a eu deux grands courants de recherche: la recherche sur les politiques visant à tirer les leçons politiques de l'expérience indonésienne[408], et les recherches empiriques portant sur l'analyse des fonctions et de la structure du secteur financier indonésien à partir de certains éléments tels que la politique monétaire, l'intermédiation financière, et les conditions financières des banques[409].

---

[407] Enoch C. et al., *Indonesia: Anatomy of a Banking Crisis Two Years of Living Dangerously 1997 99*, IMF Working Paper N° 52, ed IMF, Washington, 2001, p. 8.

[408] Voir:

- Enoch C., *Interventions in Bank during Banking Crises: The Experience of Indonesia*, IMF Working Paper N°2, ed IMF, Washington, 2000; et
- Pangestu M. and Manggi H., *The Boom, Bust, and Restructuring of Indonesian Banks*, IMF Working Paper N°66, ed IMF, Washington, 2002.

[409] Voir:

- Komatsu M., "*The framework and problems of Indonesia s monetary policy*, In Hisayuki M., *Monetary policy regime and currency crisis*, ed Institute of Developing Economies, Indonesia, 2003; et
- Takeda M., "Development of the banking sector and structural change", In In Hisayuki M., *Monetary policy regime and currency crisis*, ed Institute of Developing Economies, Indonesia, 2003.

2.1 - Les changements structurels dans le secteur bancaire

Le tableau 18 offre un aperçu des changements structurels dans le secteur bancaire à l'époque de la crise. Le nombre total de banques commerciales a baissé de 37%, passant de 239 fin 1996 à 151 fin 2000. Bien que la taille des actifs financiers du secteur bancaire (par rapport au PIB) ait augmenté légèrement au cours de la même période, le solde des prêts a diminué passant de 55% du PIB fin 1996 à 21% du PIB fin 2000, suite au transfert des prêts non performants à l'Agence de Restructuration des Banques Indonésiennes ('ARBI').

Tableau 18 Les indicateurs majeurs du secteur bancaire indonésien 1996-2003 (en %)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Nombre de banques commerciales	239	222	208	164	151	145	142	138
Ratio total des actifs / PIB nominal	72,8	84,3	79,8	71,8	77,8	70,9	65,8	63,9
Ratio total des prêts / PIB nominal	55,0	60,2	51,0	20,5	21,3	21,0	22,7	26,6
Ratio prêts/dépôts	104,0	105,7	85,0	36,0	37,3	38,0	43,2	54,3
Ratio prêts / total des actifs	75,6	71,5	63,9	28,5	27,3	29,6	34,5	41,6
Créance du gouvernement/total des actifs	0,2	0,2	0,1	34,0	43,6	39,3	35,7	30,2
Capital / total des actifs	9,6	8,8	-12,9	-2,7	5,1	6,4	8,8	9,7
Ratio des prêts non performants (brut)	9,3	19,8	58,7	32,8	18,8	12,1	8,3	8,1
Ratio des prêts non performants (net)	-	-	-	-	11,1	3,6	2,9	1,8

Source: Bank Indonesia, *Indonesian Financial Statistics* (various issues); Bank Indonesia, *Annual Report* (various years).

Les prêts non performants en provenance du secteur bancaire transférés à l'ARBI s'élevaient à 236 milliards de roupies (à la fin de 1999) soit l'équivalent à 49% du total des prêts. Le ratio des réclamations en provenance des sociétés endettées recueillies par l'ARBI était seulement de 28% lorsque l'ARBI a été fermé en Février 2004. Le ratio des prêts par rapport au total des actifs a également diminué dans une large mesure, tandis que les créances du gouvernement et les obligations injectés par le gouvernement dans le secteur bancaire sont passées à environ 40% du total des actifs. À la suite d'une injection de capital public (recapitalisation) d'une valeur de 658 milliards de roupies, soit 52% du PIB en 2000, le ratio des capitaux propres par rapport au total des actifs a de nouveau été positif en 2000. Le secteur bancaire a pu ainsi surmonter son état critique grâce aux mesures d'urgence mais le rythme de la reprise de

l'intermédiation financière a été lent depuis 2002 en ce qui concerne les prêts, en partie à cause de la gestion de risque plus stricte appliquée par les banques suite à la réforme.

La structure de la propriété du secteur bancaire a également changé. En comparant la situation d'avant la crise à celle qui a suivi la restructuration des banques, on constate que le poids des banques privées et celui des banques détenues par l'Etat a été inversé. Le nombre des banques détenues par l'État a diminué passant de 7 à 5, mais la part des actions bancaires détenues par l'état est passé de 36% en 1996 à 50% en 2000. D'autre part, le nombre de banques privées a été réduit de moitié étant donné que 67 banques représentant 16% des actions bancaires ont été fermées à partir de 1996. Certaines banques ont subi une reconstruction et sont devenu temporairement détenues par l'Etat, représentant 27% du total des actions bancaires. Comme la part du gouvernement dans ces banques a été vendue plus tard à des consortiums d'investisseurs étrangers, le nombre des banques privées détenues par les étrangers a augmenté, représentant 21% du total des actions bancaires en 2002. Combinée avec les succursales de banques étrangères et les joint-ventures, la part des banques étrangères a atteint 31% des actions bancaires dans son ensemble, une hausse substantielle de 9% par rapport à la période qui a précédé la crise[410].

En ce qui concerne les banques commerciales, un changement de propriété a également eu lieu. La part des dix plus grandes banques commerciales par rapport au total des actions bancaires, qui était déjà élevé 66% en 1996, a augmenté par la suite pour atteindre 72% en 2002. En particulier, la Banque Mandiri, qui a été créée suite à une consolidation de quatre banques détenues par l'État, est devenue une méga-banque et représente 24% du total des actions bancaires. A l'exception de Citibank, les plus grandes banques qui représentaient une forte concentration d'actions bancaires avaient toutes des problèmes de liquidités et ont été soutenues par des mesures de reconstruction.

2.1.1 - L'effondrement de banques affiliées aux business groupes

Comme la crise monétaire asiatique s'est propagée à l'Indonésie en Juillet 1997, le gouvernement a officiellement obtenu l'appui du FMI le 31 Octobre, dans un effort visant à prévenir une aggravation de la crise. Le premier Novembre 1997, le gouvernement a fermé 16 banques privées. La lettre d'intention, signée le jour précédent, mentionnait la réforme du secteur financier comme l'une des trois grandes initiatives politiques que l'Indonésie devrait mettre en œuvre avec le soutien du FMI. Ceci indique que le gouvernement indonésien et le FMI considéraient la faiblesse du secteur bancaire comme un problème majeur. En fait, lors

[410] Enoch et al. (2001), op cité, p.15-16.

de ses consultations préliminaires avec le FMI, le gouvernement a présenté un plan pour la résolution des problèmes de 50 banques[411].

En Indonésie, la crise bancaire qui était au début limitée à quelques banques non viables, s'est par la suite développée en une crise systémique globale. Les troubles financiers générés par l'instabilité politique et l'accélération de la dévaluation de la roupie après Décembre 1997 ont contribué à cette évolution. Toutefois, les mesures de reconstruction des banques, qui sont entrées en vigueur avec la fermeture soudaine de 16 banques, constituent en elles-mêmes le deuxième facteur aggravant de la crise bancaire. Les problèmes majeurs du processus de reconstruction des banques étaient les suivants :

- les critères concernant la fermeture ou la reconstruction de banques n'étaient pas assez clairs jusqu'à Mars 1999;
- l'introduction de la garantie de dépôts bancaires avait été reportée à Janvier 1998;
- l'autorité de l'ARBI (Agence de Restructuration des Banques Indonésiennes) n'était pas légalement clarifiée 13 mois après sa création.

En fin de compte, il y a eu cinq séries de fermetures et de nationalisations de banques entre Novembre 1997 et Mars 1999. La recapitalisation des banques reconstruites a été réalisée vers la fin de 2000. Les actions que le gouvernement détenait dans les banques recapitalisées et nationalisées ont été vendues en 2004. Les cinq séries de mesures de reconstruction des banques ont entraîné :

- la fermeture de 67 banques privées (représentant 16% du total des actions des banques commerciales à la fin de 1996);
- la nationalisation de 12 banques privées (20%); et
- la recapitalisation de l'ensemble des 7 banques détenues par l'Etat (36%), de 7 banques privées (8%) et de 12 banques régionales de développement (3%) sur un total de 27.

Le nombre des banques nationalisées et recapitalisées était de 38 au total, représentant environ 67% du total des actions du secteur bancaire[412]. Vu sous l'angle de la propriété des banques, aucune banque détenue par l'État n'a été fermée. Les actifs des banques détenues par l'État ont augmenté suite à la recapitalisation sans changement de propriétaire. En revanche, 41% des banques privées représentant 31% du total des actions des banques privées, ont été fermées. De plus 4% des banques privées, représentant 46% du total des banques privées ont été nationalisées ou recapitalisées. Le changement de propriété a eu lieu

[411] Ibid, p. 54.
[412] Ibid, p.57.

principalement dans les banques détenues par les conglomérats. Sur les 42 banques détenues par les conglomérats et qui représentaient 38% de l'ensemble des actions des banques commerciales avant la crise, seulement 7 avec un ratio combiné de 2% du total des actions bancaires n'ont pas subi un changement de propriété[413]. La majorité des banques qui n'étaient pas détenues par des conglomérats ont surmonté la crise. Les banques détenues par les conglomérats ont été remplacées par une nouvelle catégorie de banques privées détenues par des étrangers. Les actions de ces banques détenues par l'Etat ont été vendues à des consortiums d'investisseurs étrangers.

Les principaux propriétaires des banques privées étrangères étaient asiatiques. Ils étaient situés notamment à Singapour, en Malaisie et en Corée du Sud. La banque Mandiri qui appartenait au Groupe Salim a été achetée par un consortium d'investisseurs composé d'un fonds d'investissement américain et du Groupe Djarum. Le fonds américain est actuellement détenu par des capitaux asiatiques, tandis que Groupe Djarum est un groupe indonésien chinois. Par conséquent, des investisseurs étrangers et nationaux sans aucune expertise dans le secteur bancaire sont devenus les nouveaux propriétaires d'une des plus grande banque indonésienne. Banque Danamon, qui était l'activité principale du Groupe Indonésien Chinois «Groupe Danamon » a été cédée à un consortium d'investisseurs composé du Groupe Temasek détenue par le gouvernement singapourien et à la Deutsche Banque allemande. Banque Niaga a été vendue à un consortium d'investisseurs Malaisiens. Auparavant, ces trois banques étaient détenues par des conglomérats et avaient été nationalisées à la suite de la réforme du secteur bancaire. Parmi les banques qui étaient détenues par les conglomérats et qui ont été nationalisées, Bank International Indonesia (BII), qui était détenue par Sinar Mas Group - le troisième plus grand groupe après Salim et Astra - a été vendue à un consortium d'investisseurs composé du Groupe Temasek Singapourien et de Kookmin Bank, une banque coréenne privée[414].

2.1.2 La réforme des institutions financières

La première lettre d'intention du FMI a incité à l'amélioration du « cadre institutionnel, juridique, et réglementaire des opérations bancaires afin d'assurer l'émergence d'un système financier sain et efficace[415]». Le FMI et la Banque Centrale ont constaté que la réglementation prudentielle et le cadre juridique existants étaient inadéquats et comportaient plusieurs lacunes

[413] Ibid, p.128.
[414] Ibid, p.128-135.
[415] International Monetary Fund, *IMF Approves Stand-by Credit for Indonesia*," IMF News Brief N° 97/50, November 5, 1997.

qui ont mené à la crise. Ainsi, le FMI a mis l'accent sur la reconstruction des banques et la réforme des institutions financières.

2.1.2.1 - La réforme du système de supervision bancaire[416]

Une des raisons fondamentales qui expliquent l'absence d'efficacité de la réglementation prudentielle dans la période qui a précédé la crise était l'autorité limitée de la Banque Centrale en ce qui concerne la supervision bancaire. En d'autre terme, il s'agit de la séparation des pouvoirs entre le ministre des Finances et la Banque Centrale. Autrement dit, il s'agit de l'indépendance de la Banque Centrale du gouvernement et du président.

Sous la pression de la demande du FMI suite à la décentralisation du pouvoir après la chute du Président Suharto, des mesures ont été prises pour créer un cadre juridique qui assure l'indépendance de la Banque Centrale. Tout d'abord, la loi sur les banques, selon laquelle le ministre des finances était habilité à délivrer des permis bancaires (tandis que le rôle de la Banque Centrale était limité à la supervision bancaire) a été rectifiée par un amendement en 1998. Depuis, les pouvoirs de la Banque Centrale ont augmenté. Ils vont désormais de la délivrance et la révocation des permis bancaires à l'imposition de sanctions administratives. En Mai 1999, une nouvelle loi sur la Banque Centrale (loi n ° 23) a été promulguée. La nouvelle loi stipule explicitement que la Banque Centrale est une institution nationale indépendante qui est indépendante du gouvernement. Elle décrit également les fonctions de la Banque Centrale, principalement la politique de change et la politique monétaire ainsi que sa fonction de contrôle et de surveillance. De plus, la nouvelle loi interdit à tout autre organisme l'intervention dans ces domaines. En ce qui concerne la nomination du gouverneur et des autres membres du conseil d'administration, le président propose des candidats à la chambre des représentants.

Le système de supervision bancaire par la Banque Centrale a été renforcé dans trois domaines: le contenu du programme de surveillance, le développement de la capacité de contrôle de la Banque Centrale et la mise en œuvre de la surveillance. En 1999, avec l'aide de la Banque Mondiale, la Banque Centrale a mis en place une stratégie qui vise le renforcement de la réglementation, de la surveillance et de l'examen des activités des banques indonésiennes. Conformément à cette stratégie, sa surveillance a été renforcée de façon spectaculaire. La fréquence des audits est passée d'une fois tous les trois ans à une fois par an. En outre, sa fonction de supervision a été réorganisée sur la base des résultats d'une évaluation

[416] Voir les lettres d'intentions du 16 Mars 1999 et du 22 Juillet 1999 sur le lien suivant : http://www.imf.org/external/np/loi/mempub.asp.

des neuf unités liées à la supervision bancaire. Un point important dans la mise en œuvre de la supervision était l'institutionnalisation des sanctions contre les banques non-performantes et la fermeture des banques non-viables. L'amendement de 1998 de la loi sur les banques a durci les sanctions pénales contre les banquiers et les actionnaires. En ce qui concerne les banques non viables, la crise elle-même a constituée la première étape de la mise en application des règles régissant leur fermeture. Les banques qui ne satisfaisaient pas aux critères ont été fermées ou nationalisées, même si elles étaient candidates à la reconstruction par financement d'état. Même après Mars 1999, les banques qui ne pouvaient pas atteindre les objectifs financiers fixés par la Banque Centrale ont été fermées. En outre, la présence du FMI a joué un rôle essentiel dans la procédure de fermeture de ces banques. Le secteur bancaire indonésien a connu une réforme sans précédent.

Il convient de noter que le FMI accorde une importance particulière à l'indépendance de la Banque Centrale dans l'intérêt du maintien d'une politique de change et politique monétaire indépendante. Il prévoit la séparation de la fonction de la supervision bancaire de la Banque Centrale et l'établissement d'une structure intégrée de contrôle de l'ensemble des services financiers. Ainsi, la Corée du Sud, agissant sur les recommandations du FMI, a créé un Comité de Surveillance Financière (CFS) en Février 1998. Pour l'Indonésie, le FMI a proposé la création de l'Autorité des Services Financiers (Otorita Jasa Keuangan, OJK) avec la mission de superviser et de réglementer quatre secteurs: les banques, les marchés d'actions, les sociétés d'assurance et les fonds d'investissements. Toutefois, la mise en place de cette autorité n'a pas été réalisée en 2002 comme initialement prévu. Elle a finalement été reportée à 2010[417]. Les causes de ce retard tenaient à une forte opposition de la Banque Centrale. Comme nous l'avons déjà vu, la fonction principale de la Banque Centrale a été dissociée de la surveillance des banques non performantes. Pendant l'ère Soekarno, sa fonction était de couvrir les déficits budgétaires et pendant la première moitié de l'administration Suharto, elle était de fournir des fonds nationaux de développement. Bien que la supervision bancaire soit devenue nécessaire au cours de la seconde moitié de l'administration Suharto, l'exercice de l'autorité de la Banque Centrale est resté limitée. Cette dernière craignait d'être privée de ses pouvoirs de contrôle au moment où elle venait juste d'obtenir son indépendance du Ministère des Finances et des politiciens. En fait, il est vrai que la Banque Centrale est plus compétente que les autres les organismes gouvernementaux en termes d'informations, d'expérience et de ressources humaines en ce qui concerne le secteur bancaire.

[417] Indef T., *Bank Restructuring in Indonesia*, ed Institute of Southeast Asian Studies, Singapore, 2006, p.55.

Il existe deux courants de pensée[418] parmi les experts des marchés financiers: l'un fait valoir que la Banque Centrale est le meilleur organisme de surveillance compte tenu de l'accumulation des ressources humaines et techniques nécessaires, l'autre souligne la nécessité de la création d'un système de surveillance financière afin de renforcer la compétitivité internationale du secteur des services financiers indonésiens et de faciliter le développement des grandes banques indonésiennes.

2.1.2.2 - L'introduction du système d'assurance des dépôts bancaire

Le système d'assurance des dépôts bancaire suscite des questions notamment en ce qui concerne la portée de la couverture de l'assurance et le calendrier de l'introduction du système. L'introduction précoce d'un système d'assurance peut créer un aléa moral dans les banques et augmenter les coûts pour le gouvernement, tandis que l'absence d'un système peut engendrer des troubles financières. En Indonésie, dans la période qui précédé la crise, le seul exemple de référence était celui de la fermeture de la Banque Summa. En se basant sur cette expérience, la Banque Centrale a indiqué que la fermeture de 16 banques en Novembre 1997 aurait pu causer moins de dégâts si le même niveau de protection avait été fourni aux petits déposants. Elle a annoncé des mesures qui assurent la couverture de dépôts jusqu'à 20 millions de roupies, ce qui couvre 93% du total des déposants. Toutefois, les grands déposants non protégés, qui représentaient 80% du montant total des dépôts, se sont opposés à ces mesures. Les grands déposants des autres banques se sont également inquiétés, ce qui a mis la pression sur les banques. Fin Janvier 1998, la Banque Centrale a mis en place un système de garantie pour tous les dépôts et les prêts des banques touchées par la crise[419].

La lettre d'intention au FMI a décrit la garantie comme une mesure temporaire qui devait expirer en 2004. Le gouvernement a décidé de créer un organisme d'assurance de dépôts en 2004, avec l'introduction progressive d'un système de remboursement. Le plan prévoit une réduction progressive du plafond de la garantie à 5 milliards de roupies, ensuite à 1 milliard de roupies, et enfin à 100 millions de roupies (soit l'équivalent de 12000 dollars américains) en 2007. L'introduction prévue du système de paiement a été très appréciée parmi les experts des marchés financiers, compte tenu du fait qu'ils s'attendaient à ce qu'il incite les

[418] Ibid, p.56-60.
[419] Enoch C., *« Interventions in Bank during Banking Crises: The Experience of Indonesia »,* IMF Working Paper N° 2, ed International Monetary Fund, Washington, 2000, p.5.

déposants à choisir les banques solides et à apporter des contributions positives à la concurrence et la solidité du secteur bancaire[420].

Pendant l'ère Suharto, lorsque le système de garantie des dépôts n'existait pas, le régime a tacitement garanti la survie de banques, ce qui a rendu les déposants inconscients de la nécessité d'une gestion adéquate des risques. Avec l'introduction du système de garantie des dépôts bancaires, la fonction de garantie inhérente du régime de Suharto a été gérée dans une institution formelle et les déposants ont du assumer une part des risques.

2.1.3 Les caractéristiques de la réforme de la gestion des banques

Les principaux acteurs du secteur bancaire ont mis en œuvre des réformes de gestion. Cette réforme avait deux caractéristiques: la première concernait la création d'un système de gestion des risques interne, tandis que la deuxième concernait l'expansion de la présence étrangère.

2.1.3.1 - La création d'un système de gestion des risques interne

Bien que de nombreuses banques aient eu leurs propres organismes et procédures de gestion du crédit avant la crise, elles étaient généralement peu conscientes de la nécessité d'une gestion des risques. Les changements qui ont suivi la crise ont rendu les banques de plus en plus conscientes de l'importance d'une bonne gestion des risques, de la mise en place d'un système adéquat de gestion des risques et d'une réforme organisationnelle[421].

A titre d'exemple, dans la période qui a précédé la crise, dans la banque détenue par l'Etat « PT (Persero) Bank Negara Indonesia Tbk » dénommé BNI, les crédits étaient octroyés par la division du contrôle de crédit. Toutefois, cette division ne procédait à aucune analyse de risque. Après la crise, comme le gouvernement et le FMI ont obligé la banque à mener une réforme de sa gestion comme condition pour recevoir une injection massive de capitaux publics, elle a mis en œuvre une réforme omnidirectionnelle couvrant les domaines de la trésorerie, de l'organisation et de la gestion du personnel. Elle a abandonné ses anciennes pratiques et a aussi créée le poste de directeur de contrôle des risques, une division du contrôle des risques, une division du contrôle financier. Elle a également veillé à clarifier les responsabilités de ces divisions. De plus, elle a créée une unité d'analyse de crédit pour les entreprises et les clients individuels. Le nouveau président de la banque a obligé tous les

[420] Sato Y., *« Bank Restructuring and the financial Institution Reform »,* In "Reorganizing the Indonesian economy: Structure, Institutions and actors", ed Institute of Developing Economies, JETRO, Chiba, 2006.
[421] Pangestu M. and Manggi H., *« The Boom, Bust and Restructuring of Indonesian Banks »,* ed Institute of Southeast Asian Studies, Singapore, 2005, p.86.

employés à signer un code de conduite dans un effort visant à faciliter la réforme et sensibiliser le personnel à la gestion des risques.

Autre exemple, la banque PT NISP Tbk, une banque indépendante qui a échappé aux mesures de reconstruction, a augmenté son capital de 14 fois entre 1997 et 2004[422]. Dans le cadre de cette expansion rapide, elle a procédé à la modernisation et la systématisation de la gestion. En 1999, elle a développé son propre système de crédit. En utilisant l'information sur les clients centralisée au siège, le système évalue automatiquement les demandes de crédit en neuf étapes. Ensuite, le Comité de crédit examine les résultats de l'évaluation et décide de l'octroi du crédit et du montant. Comme le montre l'exemple de la Banque NISP, les systèmes de gestion des risques partagent la caractéristique commune d'une information centralisée. La « Banque Lippo », une banque qui était détenue par un conglomérat et qui a subi une recapitalisation, a créé un comité de crédit à son siège social après la crise. Le comité se réunit chaque lundi pour un examen de l'ensemble des crédits au-delà d'un certain montant. La nouvelle stratégie de croissance de la banque «BNI» a mis également l'accent sur la centralisation de l'information sur la clientèle. Avant la crise, elle promouvait une décentralisation de la gestion de l'information, mais elle a opté pour un système centralisé depuis la crise.

Depuis la crise, de nombreuses banques ont fait des efforts à leurs propres frais, pour une meilleure maîtrise de l'information, une gestion adéquate des risques et un développement de systèmes d'évaluation des risques de crédit.

2.1.3.2 - L'expansion de la présence étrangère

Etant donné le caractère fermé du secteur bancaire indonésien dans la période qui a précédé la crise, l'expansion significative de la présence étrangère à la suite de la réforme bancaire mérite d'être examinée. Non seulement des banques étrangères sont devenues les seuls propriétaires des banques indonésiennes, mais des investisseurs et des banquiers étrangers se sont directement impliqués dans les principales banques indonésiennes en tant que principaux actionnaires, gestionnaires et consultants[423].

L'exemple le plus remarquable est celui de la Banque « PT Danamon Tbk », qui a été placée sous une direction étrangère. Le Groupe Temasek singapourien, l'actionnaire principal de la Banque Danamon, a pris le contrôle et licencié plus de la moitié des administrateurs et des commissaires. Il a ensuite nommé à la présidence un banquier britannique d'origine

[422] Ibid, p.88.
[423] Ibid, p.90-91.

indienne qui avait travaillé à la succursale de Citibank de Londres et n'avait aucun lien direct avec Temasek. Le nouveau président a adopté une nouvelle stratégie qui a mis l'accent sur les passifs (dépôts) plutôt que sur les actifs (crédits) et a étendu les services de la banque aux clients déposants. Dans le même temps, dans le cadre d'une initiative de séparation interne des organismes de crédits et de dépôts, il a introduit une structure organisationnelle qui devait traiter à la fois les crédits et les dépôts des particuliers et des entreprises.

La banque NISP mentionnée ci-dessus a également changé de structure. Ce processus a également été associé à une présence étrangère. Après la crise, deux banques Singapourienne SFI et OCBC ont pris le contrôle de NISP. Après deux nouvelles émissions d'actions, le ratio des actions par rapport à l'ensemble des actions auparavant existant est passé à 39%, avec 95% des nouvelles actions détenues par des investisseurs étrangers. La part des actions de la famille fondatrice, qui était de 100% jusqu'en 1994, est passée à 23%. En ce qui concerne la gestion, trois des sept membres du conseil des commissaires sont devenus indépendants. Deux américains et un indonésien qui a fait carrière dans une banque américaine ont été recrutés. La Banque a également développé son propre système de crédit mettant à profit les conseils fournis par une institution financière suisse.

La banque Lippo a invité une équipe de 12 conseillers de la banque néerlandaise « ANG Bering Bank » dans le cadre d'un contrat de trois ans. Tous les directeurs de la banque ont été associés à des conseillers néerlandais dans le cadre de leurs tâches quotidiennes. Cette méthode d'appariement était efficace, non seulement dans la mise en place d'un nouveau savoir-faire mais aussi dans la réforme de l'administration de la banque ainsi que la culture d'entreprise[424].

Contrairement aux banques privées, les banques détenues par l'Etat avaient en général des contacts limités avec les étrangers. Dans le cas de la réforme de la gestion de « BNI », la banque a fait appel à l'assistance d'une banque étrangère afin de résoudre le problème des prêts non performants et de concevoir un système de gestion des risques. L'objectif principal du FMI en ce qui concerne la réforme des banques détenues par l'Etat était la vente d'une majorité des actions détenues par l'Etat sur une période de trois ans. Toutefois, la vente d'une majorité des actions de BNI a été reportée.

[424] Ibid, p.93.

2.1.4 - Évaluation de la réforme des institutions financières indonésienne

A la suite de la crise économique, les banques étrangères ont fait une percée importante sur les marchés asiatiques. En Thaïlande, les grandes banques étrangères ont acheté les banques privées l'une après l'autre. Toutefois, dans le cas de l'Indonésie les banques étrangères occidentales ne sont pas les principaux acheteurs des banques privées qui étaient détenues par les conglomérats. Les nouveaux propriétaires de ces banques sont pour la plupart des détenteurs de capitaux asiatiques avec les banques étrangères comme actionnaires minoritaires ou consultants. Dans de nombreux cas, le management était confié à des groupes de banquiers multinationaux. Cependant, l'entré des investisseurs étrangers dans le secteur bancaire indonésien, qui était auparavant presque impossible, représente un changement important qui a émergé après la crise. Le meilleur exemple est celui de la Banque Danamon où un banquier d'origine britannique a pris la tête de la direction. En outre, l'impact significatif de la présence étrangère peut être observé dans le cas de NISP qui est parvenue à systématiser une gestion moderne en faisant usage des conseils fournis par une institution financière suisse. À cet égard, les banques détenues par l'Etat, en comparaison avec les banques privées, sont encore fortement repliées sur elles-mêmes en ce qui concerne la propriété et la gestion.

L'une des caractéristiques des nouveaux acteurs dans le secteur bancaire est une nouvelle conscience du risque dans le secteur bancaire qui s'accompagne de la mise en place de systèmes de gestion des risques et de réformes organisationnelles. Le défi majeur des banques indonésiennes est de savoir comment développer les capacités de contrôle au siège ainsi que les capacités de détection des risques de crédits au niveau des branches. Ces changements dans l'organisation interne des banques sont étroitement liés aux changements institutionnels du secteur bancaire dans son ensemble. Dans la période qui a précédé la crise financière, la Banque Centrale avait des pouvoirs limités et était dépendante du ministère de des finances. La survie des banques était garantie par le président et les déposants étaient protégés. Les entreprises endettées pouvaient éviter la faillite tant qu'elles coopéraient avec le régime du président Suharto, dans la période qui a précédé la crise financière. C'est ainsi que le système bancaire avait fonctionné dans le cadre de ce régime. Après la crise, le rôle de la Banque Centrale a beaucoup changé. Le système bancaire en Indonésie a subi des changements fondamentaux à la suite de l'effondrement du régime du président Suharto. Un

système de garantie des dépôts bancaire a été mis en place. En ce qui concerne la réforme, on peut dire que le secteur bancaire semble bien par rapport aux autres secteurs de l'économie.

2.2 - Le Plan de développement à moyen terme et la viabilité de la dette publique

L'Indonésie a surmonté les difficultés qui ont résulté de la crise financière et monétaire de 1997. Elle est maintenant dans un processus de transition. En ce qui concerne la politique, l'élection générale qui a eu lieu en avril 2004 a apporté des changements majeurs dans l'équilibre des forces entre les partis politiques en Indonésie. En outre, pour la première fois dans l'histoire indonésienne, une élection présidentielle au suffrage direct a eu lieu en Juillet 2004, au cours de laquelle M. Yudhoyono, qui était considéré comme susceptible d'éliminer la corruption, a été élu président[425].

En ce qui concerne l'économie, la croissance a augmenté de plus de 5% en 2004, et l'investissement a connu la plus forte augmentation au cours des dernières années. Les prêts bancaires, qui avaient considérablement baissé à la suite de la crise financière et monétaire, ont également augmenté depuis 2004 en particulier les crédits à la consommation. Bien que la dette publique ait beaucoup augmenté après la crise, elle a baissé au cours des dernières années grâce à une amélioration de l'équilibre budgétaire. L'administration de Yudhoyono a annoncé un Plan de Développement à Moyen Terme (2004-2009) ('PDMT') en Janvier 2005. Dans le cadre de ce plan, le gouvernement vise à renforcer économiquement et socialement la nation et à modifier les coûts élevés de la structure économique via une amélioration du climat d'investissement et de la compétitivité industrielle[426].

Bien que, comme décrit ci-dessus, l'Indonésie ait retrouvé la stabilité économique et montré quelques signes de croissance, l'expansion des investissements reste une question urgente car le ratio investissement / PIB n'a pas encore retrouvé son niveau de 1997 et la croissance des exportations reste faible.

Nous allons examiner le plan de développement à moyen terme et son impact sur la viabilité de la dette publique. Le gouvernement indonésien a demandé à ses créanciers du Club de Paris le rééchelonnement de sa dette après la crise de1997. La période de consolidation du rééchelonnement est arrivée à échéance à la fin de 2003 sans que l'Indonésie

---

[425] BAPPENAS, "Executive Summary of Indonesia's Medium Term Development Strategy 2004-2009", 2005. Disponible sur le lien suivant: http://www. bappenas.go.id/pnData/news/200501/01Overview of RPJMN 2004-2009-CGI 2005-final.pdf. Le 01-05-2007.

[426] Ibid, p.13.

ait de problèmes pour servir sa dette extérieure. Par ailleurs, selon le PDMT, le gouvernement vise à réduire la dette publique via une réduction du déficit budgétaire ce qui va permettre au pays de faire face aux futurs chocs extérieurs. Toutefois, les dépenses du gouvernement pourraient augmenter sur le moyen terme, puisque le gouvernement doit assurer des ressources financières pour mener activement son PDMT.

2.2.1 - Le plan de développement à moyen terme

2.2.1.1 - Les grandes lignes du PDMT

L'administration de Yudhoyono a annoncé le PDMT en Janvier 2005[427]. Dans ce PDMT, on a tenu compte des résultats du plan de Propenas 1999-2004 qui l'a précédé. Le PDMT précise que la poursuite de la réforme est nécessaire pour 1) l'instauration de la démocratie et la justice pour tous; 2) la création d'une Indonésie pacifique et 3) l'amélioration de la prospérité économique et sociale. Le plan a donc fixé trois objectifs. Tout d'abord, afin d'instaurer la démocratie et la justice en Indonésie, le PDMT vise à intensifier les efforts pour améliorer les systèmes judiciaires, à instaurer la primauté du droit et la confiance du peuple dans le gouvernement et à éliminer la corruption. Deuxièmement, afin de créer une société pacifique, l'administration vise à éliminer les conflits régionaux, les crimes, la contrebande et le terrorisme. Il vise également à sensibiliser le peuple pour protéger la sécurité et la paix de la société civile tout en renforçant les institutions Étatique du maintien de l'ordre telles que la police et les forces militaires. Afin d'améliorer la prospérité économique et sociale du pays, le PDMT vise à poursuivre la politique d'expansion des investissements et des exportations qui étaient jusqu'ici léthargique, ainsi que la politique de croissance économique avec pour objectif principal la création de nouveaux emplois et la réduction de la pauvreté. De plus, l'administration envisage de renforcer le rôle de la société civile (secteur privé) dans la politique, le processus d'élaboration des politiques et les activités économiques.

En ce qui concerne donc le troisième objectif, le gouvernement a mis en œuvre des politiques de stabilité macroéconomique, y compris la réduction du déficit budgétaire. Grâce à ces dispositions le gouvernement espère réaliser une croissance économique avec une création suffisante d'emploi. Le gouvernement, considérant que la croissance économique doit être accompagnée d'une réduction de la pauvreté, a également mis en œuvre des mesures visant à

[427] Mulyani I., *Overview of Indonesia's Medium-term Development Plan 2004-2009*, speech presented on January 19, 2005, In BAPPENAS, "Executive Summary of Indonesia's Medium Term Development Strategy 2004-2009", 2005. Disponible sur le lien suivant: http://www. bappenas.go.id/pnData/news/200501/01Overview of RPJMN 2004-2009-CGI 2005-final.pdf. Le 01-05-2007.

réduire la pauvreté à moyen et à long terme. Le PDMT vise à atteindre un taux de croissance économique de 6% à 7% et à réduire le taux de chômage et la pauvreté respectivement de 10% et 16% à 5% et 8% en 2009. Pour atteindre ces objectifs, les politiques économiques fixées par le PDMT se focalisent sur la stabilité macroéconomique, l'amélioration du climat des affaires ainsi que sur le soutien de l'agriculture, de la sylviculture et de la pêche, tout en améliorant les politiques sociales dans le domaine de l'éducation et la santé. Les objectifs spécifiques des politiques économiques, en particulier ceux qui correspondent à la stabilité macroéconomique et à l'amélioration du climat des affaires, incluent[428]:

1 - La stabilité macro-économique:

- Taux d'inflation: aux alentours de 5% ;
- Politique budgétaire: atteindre un budget équilibré en 2009 et réduire la dette publique à 32% du PIB en 2009 ;
- Réforme du secteur financier: mettre en place un organisme de surveillance prudentielle, un système de garantie des dépôts bancaires et favoriser les institutions financières non bancaires (par exemple, les fonds d'investissements, les fonds de pensions et les compagnies d'assurance).

2- L'amélioration du climat des affaires

- La réduction des coûts des transactions commerciales et des barrières douanières, y compris une réduction du nombre de licences, la simplification et la transparence des procédures relatives à la taxe administrative;
- Réduire le délai de la mise en place de la TVA et la promotion des exportations ;
- Encourager les petites et moyennes entreprises (par exemple en améliorant l'accès des PME au crédit et à l'assistance technique);
- Réformer le marché du travail (par exemple, l'amélioration de la réglementation du travail et l'amélioration des règlements relatifs aux litiges du travail);
- Développer les infrastructures (par exemple, l'approvisionnement en eau, les transports (routes, chemins de fer, les ports et aéroports), et l'approvisionnement en énergie);

3- Le soutien de l'agriculture, de la sylviculture, et de la pêche

- Aider les agriculteurs en facilitant l'accès aux ressources financières;
- Développer les infrastructures rurales: routes, irrigation, etc;
- Développer l'agro-alimentaire: suppression des barrières douanières à l'entrée.

[428] BAPPENAS, 2005, p.20-21.

2.2.1.2 - L'efficacité et la faisabilité du PDMT[429]

Pour assurer la croissance de l'économie indonésienne, la politique gouvernementale devait mettre l'accent sur le renforcement de la compétitivité industrielle et l'expansion des exportations (en particulier les exportations des produits manufacturés, agricoles, etc. sur le moyen et le long terme. Il devait également mettre l'accent sur la création d'emplois et la réduction de la pauvreté ainsi que sur l'allègement du service de la dette par la réduction de la dette publique et le resserrement des dépenses du gouvernement. Afin de renforcer la compétitivité industrielle, l'expansion des investissements est indispensable. De la même manière l'amélioration du climat d'investissement et de l'efficacité de la gouvernance sont nécessaires. Le déficit budgétaire devrait être réduit en augmentant les recettes fiscales et les dépenses devraient être revues, comme par exemple la réduction de la subvention du carburant, etc.

Le PDMT semble donc aborder d'une manière adéquate le défi économique auquel l'Indonésie est confrontée. Néanmoins, certaines critiques disent qu'il n'y a rien de nouveau dans le PDMT et que les objectifs de ce dernier ont déjà été traités dans les précédents plans quinquennaux[430]. Rappelons que notre analyse a été faite en 2007 avant l'expiration du PDMT. Ce plan a été mis en place et nous croyons qu'il va falloir attendre plusieurs années pour observer les résultats de ce PDMT.

2.2.1.3 - Le cadre macro-économique[431]

Selon les observations qui ont été faites en juillet 2007, le PDMT vise à porter la croissance du PIB réel à 7,6% en 2009. Pour atteindre cet objectif, l'investissement devait augmenter de 19% du PIB en 2004 à 29% du PIB en 2009 avec une augmentation des exportations de 6% à 10% chaque année. Cependant, comme il est prévu que le taux de change passe à 8700 roupies pour un dollar sur une base nominale en 2009, la roupie doit s'apprécier d'environ 15% chaque année. Dans ce contexte la compétitivité doit être renforcée par la réduction des coûts de production pour que la croissance des exportations prévue puisse être atteinte. Bien que le gouvernement encourage l'augmentation des exportations non traditionnelles telles que les machines et les produits chimiques ainsi que l'augmentation des exportations des produits traditionnels, tels que les textiles et les chaussures, il devrait prendre

---

429 International Monetary Fund, *Indonesia: Report of the Post-Program Monitoring*", ed International Monetary Fund, Washington, 2005, p.30.

430 Ishikawa S., *« Indonesia's Medium-term Development Plan and Public Debt Sustainability »,* ed Country Economic Analysis Department, JBIC Institute, Osaka, Japan, 2007, p.66.

431 Ibid, p.33-35.

les mesures nécessaires pour attirer les IDE, de sorte que les industries nouvelles soient plus compétitives. Vu que l'amélioration du climat des affaires requiert une réforme judiciaire, une élimination de la corruption et des efforts considérables seront nécessaires pour réaliser ces objectifs.

Le gouvernement vise à améliorer son déficit budgétaire, qui devrait passer d'un déficit de 0,7% du PIB en 2005 à un excédent de 0,3% en 2009, via une augmentation des recettes de 1,6 points en pourcentage de 2005 à 2009 principalement grâce à l'amélioration de la taxation, en réduisant les dépenses de 0,6 points en pourcentage sur une base nette et en réduisant les dépenses de l'administration centrale (0,6% du PIB). Toutefois, cette perspective qui se fonde sur l'hypothèse de prix du pétrole de 28 dollars par baril varie selon l'évolution des cours du pétrole.

2.2.2 - La viabilité de la dette publique après la crise financière et monétaire asiatique[432]

La dette publique a dépassé le seuil de 90% du PIB en 1999. Le gouvernement a émis une grande quantité de bons du Trésor pour recapitaliser les banques touchées par la crise financière et monétaire, tandis que la dette extérieure a augmenté par rapport au PIB en raison de la dépréciation rapide du taux de change (voir tableau 19). La dette domestique a rapidement augmenté de 10,6% du PIB en 1998 à 46,5% du PIB en 1999, tandis que la dette extérieure est passée de 23,4% du PIB en 1997 à 46,8% du PIB en 1999. Pendant ce temps, la valeur nominale de la dette extérieure a augmenté de 50,9 milliards de dollars en 1997 à 65,6 milliards de dollars en 1999, alors que le taux de change s'est déprécié, passant de 2.890 roupies pour un dollar en 1997 à 7.848 roupies pour un dollar en 1999. La dette publique a diminué progressivement depuis 1999 à 56,9% du PIB en 2004.

De nouvelles émissions de bons du Trésor ont été refusées depuis 2001 et la valeur nominale du PIB a augmenté plus rapidement, ce qui a diminué la dette domestique par rapport au PIB. La dette extérieure a continué a baisser depuis 1999 parce que, même si l'augmentation nominale de la dette extérieure est restée faible, le PIB nominal a augmenté. Cette réduction de la dette publique a été possible grâce à un excédent primaire[433] continu de la situation financière en Indonésie.

---

[432] Site web du Ministère des Finances Indonésien (données disponible jusu'à 2005), http://www.djapk.depkeu.go.id/ le 01-12-2008.

[433] L'excédent primaire est défini comme le besoin d'emprunt (assorti d'un signe negatif) de chaque niveau d'administration – secteur public consolidé, administration centrale, Etats et municipalités, et entreprises publiques (tous les niveaux d'administration) – accumulé sur les 12 mois précédents en pourcentage du PIB.

Tableau 19 La dette publique de l'Indonésie (1997-2005)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
	(en % du PIB)								
Dette totale	n.a	72,8	93,3	87,8	80,4	71,9	63,2	56,9	51,2
Dette domestique	n.a	10,6	46,5	49,1	42,5	39	32,9	29	25,8
Variation en point de pourcentage	n.a	n.a	35,9	2,6	-6,7	-3,5	-6,1	-3,8	-3,2
PIB nominal	n.a	n.a	-1,4	-9,7	-8,6	-4,1	-3,5	-3,7	-3,3
Dette extérieure	23,4	62,2	46,8	38,7	37,9	32,9	3,3	27,9	25,3
Variation en point de pourcentage	-0,7	38,8	-15,4	-8,1	-0,7	-5	-2,6	-2,4	-2,6
Taux de change nominal	5	39	-12,5	2,6	7	-3,1	-2,4	1,1	1,4
PIB nominal	-3,7	-8	-8,1	-9,8	-6,8	-3,6	-2,9	-3,4	-3,2

Source: Site web du Ministère des Finances Indonésien (données disponible jusu'à 2005), http://www.djapk.depkeu.go.id/ le 01-12-2008.

La stabilité de la dette publique par rapport au PIB dépend de l'équilibre budgétaire primaire ainsi que des taux d'intérêt nominaux, de la croissance du PIB, etc. Si la balance commerciale primaire se détériore, ou si le taux d'intérêt nominal dépasse le taux de croissance du PIB, la dette publique va augmenter par rapport au PIB. Dans le cas de l'Indonésie, la balance commerciale primaire a été excédentaire, même après la crise financière et monétaire asiatique. D'autre part, la valeur nominale de taux de croissance du PIB a été élevée en raison de l'inflation et des taux d'intérêt relativement faibles qui ont été imposés sur la dette publique. Par conséquent, la dette publique par rapport au PIB a continué à baisser.

2.2.2.1 - La viabilité du PDMT, de la politique budgétaire et de la dette publique[434]

Bien que le ratio de la dette publique par rapport au PIB ait tendance baissé, la viabilité de la dette publique peut être affectée par le PDMT. Comme mentionné ci-dessus et

Source: OCDE, *« Etudes économiques de l'OCDE; Brezil »*, ed Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris, 2005, p.53.

[434] International Monetary Fund, *Indonesia: Report of the Post-Program Monitoring*, ed IMF, Washington, 2006, p.53-59.

selon les observations faites en Juillet 2007, le gouvernement vise à atteindre un budget équilibré en 2009. Toutefois, il a besoin de ressources pour mettre en œuvre le PDMT, par conséquent l'équilibre budgétaire espéré en 2009 dépend de la mise en œuvre du PDMT. Cependant, comme nous l'avons déjà mentionné, il est très difficile de prédire dans quelle mesure l'administration de Yudhoyono mettra en œuvre ce plan.

Afin d'examiner la viabilité de la dette publique, il faut que l'administration Yudhoyono puisse exécuter son PDMT. Cela signifie que le climat d'investissement doit s'améliorer, l'investissement doit augmenter de 6% - 8% par an, et la croissance du PIB réel doit atteindre environ 6% en 2009. Les exportations, principalement les exportations non pétrolières et les importations doivent également augmenter de 3% à 5% par an, à la suite de l'expansion des investissements. Le compte courant qui a enregistré un excédent de 1,1% du PIB en 2005, doit progressivement baisser, et être déficitaire à partir de 2008.

Suite à l'augmentation du prix du pétrole en 2006, le déficit budgétaire de l'Indonésie était de 1,3% du PIB au lieu des 0,7% prévus. Par conséquent, l'équilibre budgétaire ne sera probablement pas atteint en 2009. Avec les perspectives macroéconomiques prises en compte par le PDMT, la dette publique devrait passer de 51% du PIB en 2005 à 36% du PIB en 2009. Cette baisse reflète les hypothèses selon lesquelles le solde budgétaire primaire sera en excédent et que le taux de croissance du PIB restera à un niveau plus élevé que le taux d'intérêt nominal. Cependant, le véritable taux de croissance du PIB était d'environ 5,5% en 2005 et 2006, ce qui fait que la réduction de la dette publique va faire baisser le ratio intérêts payés/recettes de 13% en 2005 à 8% en 2009, et le ratio du service de la dette/total des recettes va aussi baisser de 20% en 2005 à 18% en 2009. Rappelons, comme nous l'avons déjà mentionné, que le PDMT est un plan toujours en cours d'exécution et qu'il va falloir attendre quelques années avant de pouvoir vérifier les résultats.

2.2.2.2 - Les besoins de financement et les stratégies de financements[435]

Les besoins de financement, définis comme la somme du déficit budgétaire et l'amortissement de la dette, étaient de 4,4% du PIB en 2003 et de 4,5% du PIB en 2004. Ces besoins ont été financés en 2003 par le rééchelonnement du Club de Paris (1,2% du PIB) et le redressement des avoirs bancaires (1% du PIB), mais ils ont augmenté la dépendance vis-à-vis des bons du Trésor (1,4% du PIB) et du financement des banques nationales (1,1% du PIB).

[435] International Monetary Fund , *World Economic Outlook, April 2006*, ed IMF, Washington, 2006.

Alors que les besoins de financement ont été réduits en 2005, le financement via les bons du Trésor a augmenté de 1,7% du PIB. Cependant, depuis 2006, la dépendance vis-à-vis des bons du Trésor a encore augmenté. Les besoins de financement vont baisser légèrement passant de 3,4% du PIB en 2005 à 3,2% du PIB en 2009, et l'émission de bons du Trésor restera supérieure à 2% du PIB jusqu'en 2009. Comme prévu, des obligations en monnaie étrangères d'une valeur d'un milliard de dollars américains ont été émises en avril 2005. De la même manière, des obligations domestiques d'une valeur de 13 milliards de roupies ont été émises entre Janvier et Avril 2005.

Le développement du marché secondaire des obligations domestiques reste un défi compte tenu du fait que les banques détiennent environ 70% du total de ces obligations. Les détenteurs d'obligations domestiques sont diversifiés dans une certaine mesure: les fonds communs de placement détiennent plus de 14% du total des obligations domestiques; les compagnies d'assurance détiennent environ 7%; les fonds de pension 4%, et les investisseurs étrangers 4%. Afin de poursuivre le développement du marché secondaire, il est nécessaire d'améliorer le système d'information ainsi que l'infrastructure financière pour le commerce. L'institution chargée de la surveillance des marchés des capitaux a procédé dans la deuxième moitié de 2007 à une révision des règlements et des systèmes pour l'amélioration du marché[436].

2.2.3 Evolution de la dette publique de l'Indonésie (1999-2006)[437]

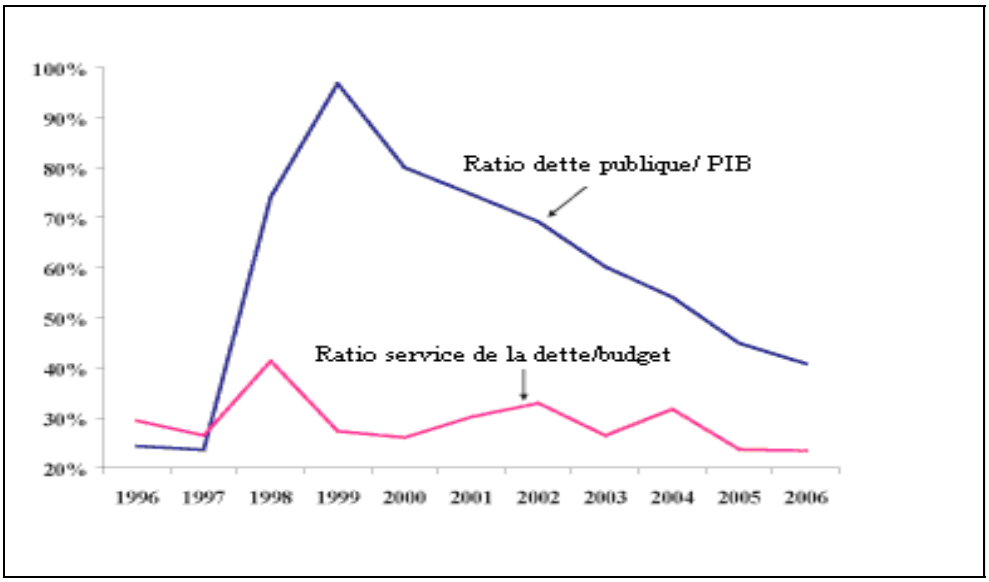
L'Indonésie a réussi à bien gérer le fardeau de la dette publique. Le ratio de la dette publique par rapport au PIB a baissé de 100% en 1999 à 40,8% en 2006 et devrait encore baisser à 30-35% en 2009 (Figure 4).

Le fardeau de la dette de l'Indonésie sur son budget est au même niveau que celui de la période qui a précédé la crise. Le ratio du service de la dette par rapport au total des dépenses s'est amélioré, passant de 38% en 1994-1996 à 26% en 2004-2006. Ce ratio était d'environ 23% en 2007 (Figure 5).

[436] Ibid, p.53-59.

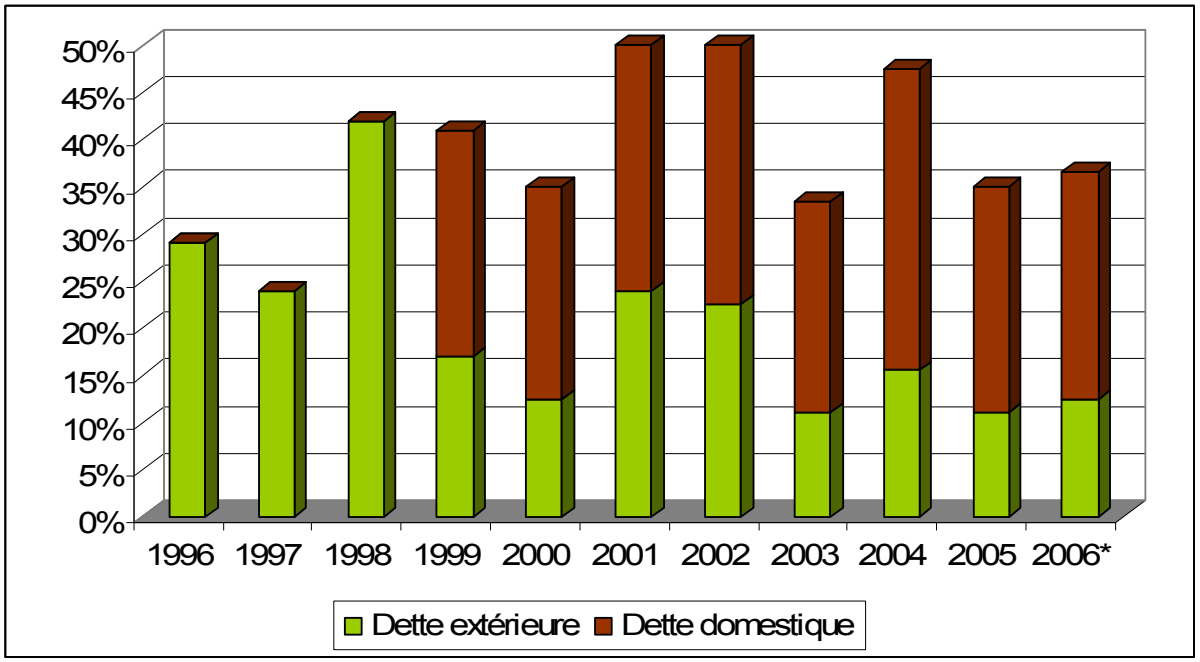
[437] Site web de la banque mondiale. Données disponible sur le lien suivant: http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/COUNTRIES/EASTASIAPACIFICEXT/INDONESIAEXTN/0,,contentMDK:20859537~pagePK:141137~piPK:141127~theSitePK:226309,00.html

Figure 4 : La dette publique de l'Indonésie (1996-2006)
(Ratio dette publique/PIB en pourcentage)



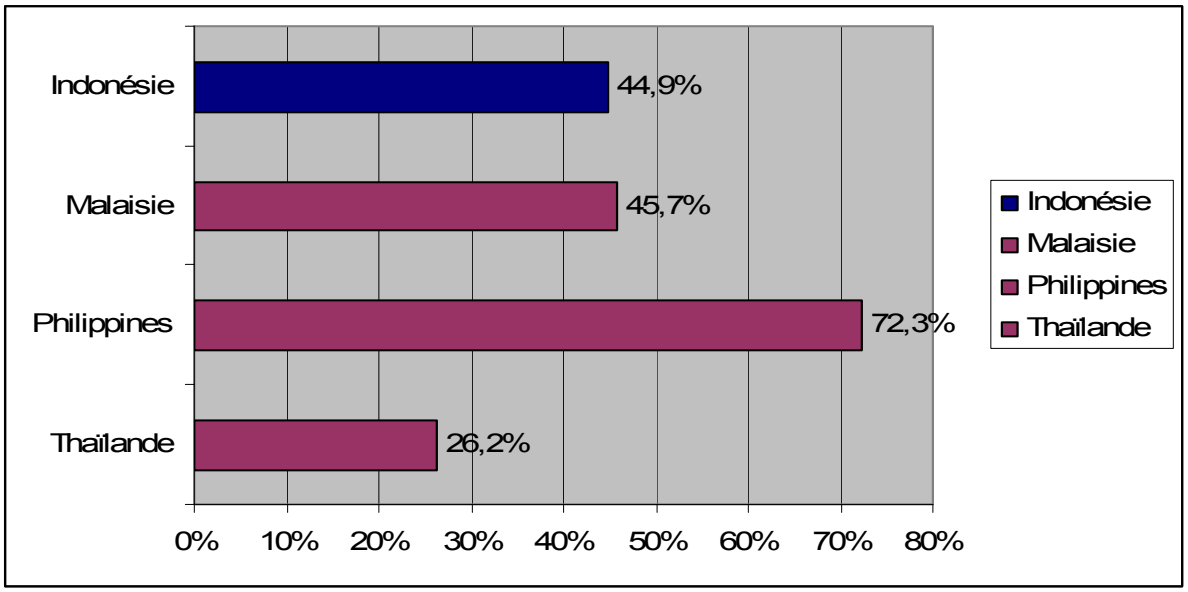
Source: site web de la banque mondiale. Données disponible sur le lien suivant:
http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/COUNTRIES/EASTASIAPACIFICEXT/INDONESIAEXTN/0,,contentMDK:20859537~pagePK:141137~piPK:141127~theSitePK:226309,00.html

Figure 5 : ratio du service de la dette publique par rapport aux dépenses totales du budget
(En pourcentage)



* période du 1er Janvier 2006 jusqu'au 30 septembre 2006.
Source: site web de la banque mondiale. Données disponible sur le lien suivant:
http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/COUNTRIES/EASTASIAPACIFICEXT/INDONESIAEXTN/0,,contentMDK:20859537~pagePK:141137~piPK:141127~theSitePK:226309,00.html

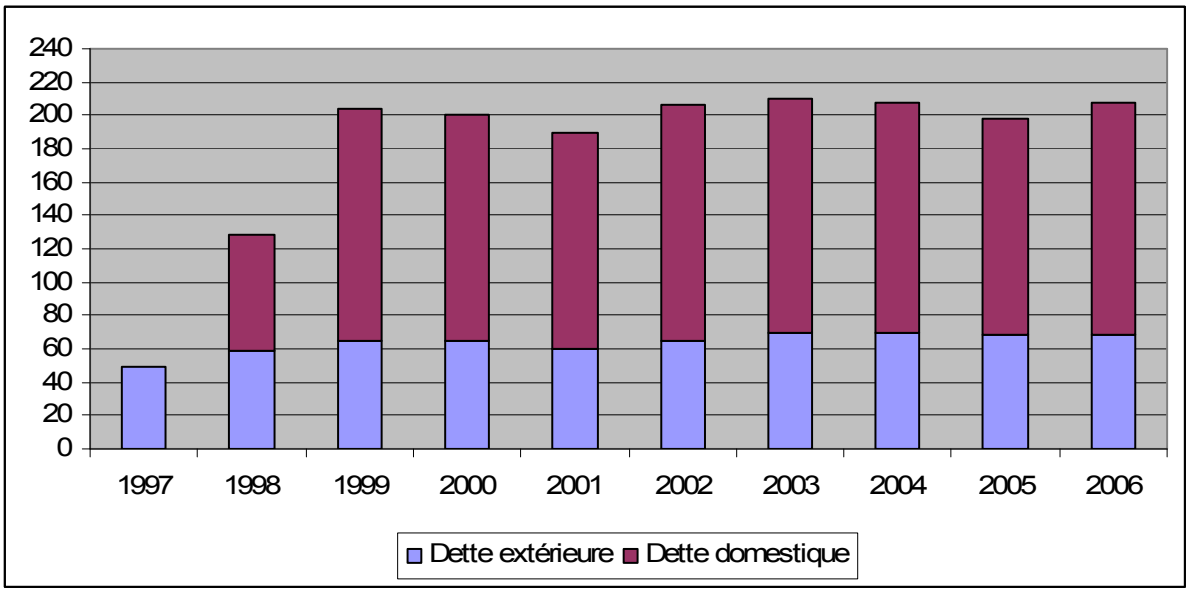
Figure 6 : La dette publique de l'Indonésie comparé à celle des autres pays de la région fin 2006 *(En pourcentage du PIB)*



Source: site web de la banque mondiale. Données disponible sur le lien suivant:
http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/COUNTRIES/EASTASIAPACIFICEXT/INDONESIAEXTN/0,,contentMDK:20859537~pagePK:141137~piPK:141127~theSitePK:226309,00.html

Figure 7 : Structure de la dette publique

(En milliards de dollar américain)



Source: site web de la banque mondiale. Données disponible sur le lien suivant:
http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/COUNTRIES/EASTASIAPACIFICEXT/INDONESIAEXTN/0,,contentMDK:20859537~pagePK:141137~piPK:141127~theSitePK:226309,00.html

En raison de la croissance, du rendement financier et de l'appréciation de la monnaie, les niveaux d'endettement de l'Indonésie sont aujourd'hui au même niveau que ceux des autres

pays de la région. À la fin de 2006, le ratio de la dette publique de l'Indonésie par rapport au PIB était de 44,9%. Ce niveau est comparable à celui de la Thaïlande et de la Malaisie, par exemple (figure 6).

Le ratio de l'investissement public par rapport au PIB était supérieur à 6% avant la crise asiatique. Il est tombé au-dessous de 4% en 2000. En 2006, l'investissement public est estimé à plus de 6% du PIB, avec l'amélioration de la gestion des finances publiques et les réformes de décentralisation. Environ la moitié des investissements publics proviennent de régions (somme de la province et kabupaten/kota).

La dette publique domestique représente la moitié de la dette nationale: bien que l'Indonésie continue à emprunter à l'étranger, la majeure partie de sa dette est maintenant due au marché domestique. En Décembre 2006, le total des encours de la dette par le gouvernement central était de 144 milliards de dollars américains, dont 76,8 milliards de la dette domestique et 67,7 milliards de la dette extérieure (Figure 7).

3 - La Corée du Sud: vers un nouveau modèle économique

La crise financière asiatique de 1997-98 a eu des effets dramatiques non seulement sur les pays de la région, mais aussi sur les débats entre les économistes quant aux sources et aux limites du modèle de développement asiatique. La réalisation de la croissance rapide des économies asiatique n'est pas mise en cause. Mais les méthodes utilisées par ces économies dans la construction du miracle asiatique le sont. Les politiques adoptées avant la crise ont donc dû être révisées.

Le cas de la Corée est particulièrement intéressant, dans la mesure où son économie s'est développée avec une rapidité et une efficacité extrêmes jusqu'en 1997. Suite au choc de Novembre et Décembre 1997, l'économie coréenne, qui était au onzième rang mondiale, a été gravement touchée. Les pratiques qui semblaient efficaces avant la crise sont devenues néfastes quand les conditions extérieures ont changé, et le remboursement des obligations ne pouvait plus être honoré.

Avec une sortie de crise relativement rapide, le cas coréen présente un intérêt particulier. Vers le milieu de l'année 1998, la Corée du Sud était en pleine construction d'une nouvelle version du «modèle de développement coréen». La Corée a tiré profit de la crise via la réforme de sa politique économique. La clé de la transformation résidait dans le rôle joué par les accords du FMI de Décembre 1997. Bien que certains économistes aient considéré ces accords comme une intervention du FMI pour freiner l'activité économique au moment même

où elle avait besoin d'être relancée, et d'autres les aient considérés comme des instruments de la politique étrangère et économique des Etats-Unis, peu ont considéré que ces accords reflétaient les intérêts de la réforme institutionnelle en Corée[438]. Nous allons étayer ce point de vue, en nous basant sur les accords du FMI eux-mêmes, leur concordance avec les initiatives précédentes de réforme et les efforts de restructuration mené par la Corée en 1998.

L'année 1997 n'est pas la première année que la Corée du Sud demandait un sauvetage au FMI[439]. La première demande a eu lieu en 1971, dix ans après le lancement du modèle de croissance orienté vers l'exportation, et la deuxième fois en 1980-83, suite à la conclusion du programme d'industrialisation des produits lourds et des produits chimiques. Une période d'expansion rapide de la capacité industrielle et de la production orientée vers l'exportation et financée par les emprunts s'est terminée par une surchauffe quand les conditions extérieures sont avérées défavorables et quand le remboursement des capitaux empruntés est devenu problématique. Dans chacun des cas précédent, l'intervention du FMI a stabilisé l'économie, liquidé les entreprises déficientes, et préparé l'économie pour sa prochaine phase d'expansion. Le modèle d'accélération du développement économique était à chaque fois remarquablement simple et remarquablement efficace.

Le « vieux modèle coréen [440]» qui a échoué le 30 Novembre 1997 et a finalement été remplacé le 24 décembre 1997, a été construit sur trois fondements:

- Des conglomérats industriels puissants (*chaebols*) capable de pénétrer de nouveaux marchés et de se diversifier dans de nouveaux secteurs industriels;
- Un système financier qui acheminait les capitaux vers les *chaebols*, principalement via des emprunts étrangers;
- Des « organismes pilotes » puissants qui encourageaient l'investissement dans de nouveaux secteurs.

Ce modèle doit être considéré comme l'un des moteurs les plus efficaces de l'accélération du développement industriel jamais élaborés et mis en œuvre. Ses points forts étaient sa capacité de se porter rapidement vers de nouveaux secteurs - en premier lieu vers les industries à main d'œuvre intensive dans les années 1960, puis vers les industries lourdes et l'industrie chimique dans les années 1970, et ensuite, vers les industries de technologie de pointe dans les années 1980 - en mobilisant à chaque fois les ressources nécessaires pour le

[438] Chang H.J., *The Korean Economic Crisis: the result of under-regulation*, JPRI Critique, Vol 5, N°2, February 1998, In Robinson R. et al., *From Miracle to Meltdown: The End of Asian Capitalism?*, ed Routledge, London, 1998.
[439] Ibid, p.76.
[440] Cho S., *The Dynamics of Korean Economic Development*, ed Institute for International Economic, Washington, 1998, p.15-29.

faire. Ses faiblesses étaient, en premier lieu, son extrême dépendance vis-à-vis des emprunts étrangers et sa vulnérabilité croissante face aux ralentissements économiques externes. Deuxièmement, sa forte dépendance aux conglomérats s'est transformée en un obstacle car ces derniers sont devenus de plus en plus puissants. Et donc, dans les années 1980 et 1990, les conglomérats sont devenus une force politique incontrôlable. La concentration engendrée par le modèle menaçait d'étouffer toutes les autres formes de développement dans l'économie coréenne. Seul quelque chose de radical - comme une crise majeure - pouvait desserrer l'emprise que les *chaebols* exerçaient sur l'économie. Troisièmement, le rôle des organismes d'État dans la direction de développement, combiné avec l'absence de transparence dans le secteur financier, a conduit à une corruption excessive, comme l'a révélé le cas de « Hanbo Steel ». L'environnement réglementaire fait de contrôles et de restrictions contraignants était également devenu de plus en plus incompatible avec le processus de déréglementation.

Le «vieux modèle coréen» comme son homologue au Japon dans les années 1930, menaçait de devenir une force politique au-delà du contrôle des organismes de l'État existantes et des institutions démocratiques récemment créées. Ce qui a conduit les élites et les politiciens coréens, en particulier les proches du nouveau président Kim Dae-Jung, à considérer l'effondrement de 1997-98 comme une «bénédiction déguisée[441]».

3.1 - L'effondrement du modèle coréen en 1997

Pendant la crise de 1997, le modèle coréen de développement industriel rapide via des capitaux emprunté était à la fin de sa quatrième décennie. Les politiques de prêts encouragées par le gouvernement, qui étaient efficace pendant la période du financement réglementé, sont devenues moins efficace avec la libéralisation et la déréglementation financière. En effet, la poursuite d'une politique qui encourageait l'investissement et l'approvisionnement du marché via les emprunts extérieurs a causé une corruption généralisée. Néanmoins, la crise extérieure a anéanti le modèle. La façon dont elle s'est produite est un sujet de grand intérêt car elle a également influencé la construction du nouveau modèle, en 1998, sur les ruines de l'ancien.

La crise coréenne de 1997 comportait de nombreux éléments, mais il y avait essentiellement trois processus dont les interactions ont mené le pays au bord de l'insolvabilité[442]. Il y avait une crise de la dette déclenchée par des circonstances extérieures défavorables qui ont rendu difficile aux entreprises et aux banques le remboursement de leurs

[441] Ibid, p.25.
[442] Loriaux M. at al., *Capital Ungoverned: liberalizing Finance in Interventionist States*, ed Cornell University Press, Ithaca, 1997, p.77-83.

dettes. La Corée avait toujours des niveaux d'endettement élevés, ce qui l'a rendue vulnérable au ralentissement économique extérieur. Mais de plus cette crise a causé l'effondrement de nombreuses entreprises, imposant de lourdes pertes aux banques ce qui a créé par la suite une crise de liquidité. Avec la crise de liquidité, plusieurs entreprises et banques se sont retrouvées en difficulté quand les banques étrangères et les investisseurs ont commencé à se retirer du marché coréen et quand les agences de crédit étrangères ont commencé à déclasser les obligations et les actifs coréens. Cela a causé une fuite des capitaux et le won coréen s'est dévalué après deux ans d'appréciation vis-à-vis du dollar américain.

Tableau 20 - Dette extérieure et domestique de la Corée du Sud (1996-2007)
(En millions de dollars américains)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Dette extérieure	174 231	163 807	152 936	148 119	128 687	141 471	157 394	172 259	187 882	260 061	382 181
Dette domestique	29 768	59 292	78 949	79 744	85 968	106 369	133 413	190 204	236 378	295 071	309 338

Source: Banque de la Corée. Données statistiques disponible sur le lien suivant: http://ecos.bok.or.kr/EIndex_en.jsp

Tous ces facteurs se sont trouvés réunis en Novembre et Décembre 1997. Plus le taux de change baissait, plus les entreprises cherchaient à couvrir leurs activités à l'étranger et à sauver leurs profits, en mettant davantage de pression sur le taux de change et en exacerbant les problèmes de remboursement de la dette (vu qu'une partie importante de la dette extérieure était libellée en dollar américain). De cette façon la crise s'est aggravée.

Comment les sociétés coréennes ont pu avoir un niveau d'endettement aussi élevé qui les a rendus vulnérables au ralentissement économique ou aux demandes de remboursement des prêts des banques créancières? Elles ont simplement continué à faire ce qu'elles ont toujours fait: pratiquer des niveaux élevés du ratio dette/capitaux propres et des niveaux élevés de la garantie de la dette intra-groupe via une filiale qui elle-même soutient d'autres sociétés affiliées. Dans les années 1990, ce modèle était pratiqué sur une grande échelle par des petits *cheabols* soucieux de devenir acteurs majeurs sur le plan international.

Dans l'ensemble, la dette des 30 premiers *chaebols* coréens dépassait les capitaux propres de près de 4 fois - par rapport à la situation dans d'autres pays, tel que Taïwan (0,85), le Japon (2,0) et les États-Unis (1,6). Avec le recul, un tel ratio peut être considéré comme trop élevée. Pourtant, il a soutenu la croissance rapide de la Corée dans les années 1980 et les

années 1990, en particulier dans le cas des cinq premiers *chaebols*, qui avait un ratio de cet ordre (Hyundai étant parmi les plus audacieux avec un ratio de 4,4, Samsung parmi les plus conservateurs avec un ratio de seulement 2,7 - comme le montre le tableau 15).

Le ratio dette/capitaux propres élevé ne reflète pas l'imprudence des *chaebols*, mais la structure du capital des institutions dans le pays, avec les banques fournissant des sommes importantes de capital de développement. Donc, le problème n'était pas les ratios dette/capitaux propres élevés en eux-mêmes, mais l'abus de ce système par certains petits et moyens *cheabols*, qui avaient hâte de se développer par tous les moyens disponibles.

Mais par ailleurs, ces pratiques pouvaient prendre une autre tournure sous la forme de garanties intra-groupes[443]. Les garanties mutuelles étaient comme une sorte d'arme secrète des *cheabols*, leur permettant d'élargir leurs activités et de se diversifier rapidement avec un minimum de garanties. Mais dans les mains des plus faibles et des plus inexpérimentés, ces garanties se sont transformés en un piège qui pouvait compromettre l'ensemble du groupe lorsqu'une filiale marginale rencontrait des difficultés - Kia et Halla représentaient deux exemples types. Le tableau 21 révèle que les garanties de la dette de Halla représentaient 1,38 fois ses capitaux propres, la situation était encore pire pour Jinro, dont les garanties de la dette étaient égales à 4,6 fois ses capitaux propres.

Une série catastrophique de faillites d'entreprises en 1997 a révélé le degré de vulnérabilité des entreprises qui avaient de tels ratios de dette/capitaux propres et de telles garanties de dettes intra-groupe. Hanbo Steel (qui voulait construire la plus grande aciérie du monde alors que le groupe coréen POSCO était déjà le deuxième sidérurgiste mondial) s'est effondré en Janvier 1997, avec des dettes totalisant plus de 5 milliards de won (soit 5,85 milliards de dollars américains) - le plus grand effondrement de l'histoire moderne de la Corée du Sud. Mais ce n'était que le début. D'autres filiales du Groupe Hanbo, qui avait été forcées d'agir en tant que garantes de la dette de Hanbo Steel, se sont également effondrées, ce qui a causé la faillite de l'ensemble du groupe. La raison pour laquelle les banques ont continué à prêter à Hanbo en prenant de tels risques est devenue claire par la suite: elles ont été soudoyées par le fondateur de Hanbo, Chung Tae Soo pour le faire[444]. Il s'est avéré que Chung avait été accusé à deux reprises de corruption, mais il avait, d'une certaine façon, réussi à rester à la tête du groupe. Finalement, il a été contraint de mettre sa société en faillite parce que même les banques, malgré les pots-de-vin, ont refusé de lui accorder davantage de

[443] Chang S.J., *Financial Crisis and Transformation of the Korean Business Groups: the Rise and Fall of Cheabols*, ed Cambridge University Press, United Kingdom and USA, 2003, p.9-23.
[444] Ibid, p.22

prêts et ont exigé sa démission. Le scandale de la corruption s'est propagé, atteignant même le bureau du président, liant ainsi les mains du gouvernement au moment même où un leadership puissant était nécessaire pour contenir la crise. L'effondrement de ce groupe suivi de plusieurs autres (KIA, Daewoo, etc.) déclenchait une série de faillites illustrant parfaitement l'effet domino. En ce début d'année 1998, la Corée était à un tournant de son histoire. Sa situation économique était catastrophique.

Tableau 21 Ratios dette/actifs et dette/capitaux propres et la les garanties de la dette des 30 premiers *chaebols,* 1997.

Entreprise	**Ratio dette/actif** *(%)*	**Ratio dette/ capitaux propres** *(%)*	**Garantie de la dette par le gouvernement** *(billion de won)*	**Ratio garantie/ capitaux propres** *(%)*	**Nombre de filiales**
Hyundai	376	436,7	4,04	41,1	57
Samsung	206	267,1	1,92	13,6	80
LG	313	346,5	1,29	15,5	49
Daewoo	337	339,5	3,74	47,8	32
Sunkyong	320	383,8	0,71	15,1	46
Sangyong	297	409,4	2,2	68,4	25
Hanjin (Korean Air)	619	555,8	0,84	39,4	24
Kia*	418	519,0	2,09	91,3	28
Hanwha	619	751,4	1,77	142,6	31
Lotte	179	192,2	0,56	20,8	30
Kumbo	465	481,8	1,01	78,9	26
Halla*	2,930	2065,4	0,42	138,4	18
Dong-Ah	320	354,7	1,04	75,3	19
Doosan	625	688,2	0,43	52,9	25
Dealim	344	423,3	1,19	106,7	21
Hansol	290	291,9	0,62	50,5	23
Hyusung	315	370,1	0,15	16,9	18
Dongkuk	190	218,4	0,48	42,6	17
Jinro*	2,532	3075,0	0,51	462	24
Kolon	350	318,0	0,59	64,1	24
Kohap	-	590,5	0,42	78,8	-
Dongbu	-	251,5	0,58	61,2	-
Tongyang	-	307,8	0,56	85	-
Haitai*	-	658,5	0,21	45,6	-
New Core*	-	1225,6	0,36	172,5	-
Anam	-	478,5	1,62	349,4	-
Hanil	-	576,8	0,17	44,6	-
Keopyung	-	347,6	1,86	353,2	-
Miwon	-	416,9	0,64	144,2	-
Shinho	-	489,3	1,12	290,2	-
Totals	**-**	**386,7** *(moyenne)*	**33,15**	**47,04** *(moyenne)*	-

* Entreprises sous protection juridique
Source: Bank of Korea and Korean fair Trade Commission.

La crise Coréenne, comportait également des éléments importés d'autres pays asiatiques en crise, et en particulier les difficultés rencontrées par les banques au Japon et à Hong-Kong, qui avaient prêté à court-terme aux entreprises et aux banques commerciales coréennes. Mais d'autres éléments s'étaient entièrement autoproduite, tels que l'effondrement des *chaebols* en 1997 et l'incapacité du gouvernement à agir pour contenir la crise en raison des scandales de corruption. Le système était dans le désarroi au moment de la crise financière de Novembre et Décembre 1997 et de l'intervention du FMI.

3.2- Les accords du FMI de Décembre 1997

En Décembre 1997, le Fonds Monétaire International est intervenu en octroyant à la Corée du Sud une somme de 21 milliards de dollars, complétée par un montant de 11 milliards provenant d'institutions financières régionales[445].

Il y avait trois programmes dans le double accord du FMI signé avec la Corée le 5 et le 24 Décembre 1997[446]. Tout d'abord, un programme classique du FMI appelant à la rectitude monétaire, à une certaine austérité financière et à la responsabilité fiscale. Les objectifs macroéconomiques ont ainsi été fixés, et les mesures d'austérité exigées. Bien que les objectifs eux-mêmes aient été relativement inutiles, les mesures d'austérité ont eu pour conséquence l'augmentation des taux d'intérêt et augmenté la liquidité à un moment où le pays en avait besoin. Le FMI a fait valoir que cela était nécessaire pour rétablir la santé du secteur bancaire.

La deuxième composante était un plan américain visant à l'ouverture de l'économie coréenne aux investissements étrangers. Cela figurait dans les clauses des « mesures de restructuration et de réforme » de l'accord du FMI qui prévoyaient :

- Le renforcement des normes comptables pour répondre aux normes d'audit international et se rapprocher des pratiques internationales;
- L'accélération du calendrier permettant aux étrangers d'investir dans le secteur financier coréen, en permettant aux entreprises étrangères d'établir des filiales de banques vers la mi-1998;

[445] Fischer S., *The Asian Crisis, A view from the IMF*, Adress to the mid-winter conference of the Bankers' Association for foreign Trade, Washington DC, 22 January 1998, In Robison et al., *From Miracle to Meltdown: The End of Asian Capitalism?*, edition Routledge, London, 1998.
[446] Ibid, p.55-60.

- La libéralisation de l'investissement étranger dans le marché boursier coréen, en augmentant le plafond global sur la propriété étrangère dans les entreprises de 26% à 50% vers la fin de 1997 et à 55% vers la fin de 1998;
- L'autorisation, pour les banques étrangères d'acheter des actions dans des banques coréennes au-delà de la limite de 4% nécessitant l'approbation de l'autorité de surveillance;
- L'autorisation, pour les investisseurs étrangers d'acheter sans restriction, les instruments du marché monétaire national coréen et des actions dans les entreprises coréennes;
- La réduction des restrictions sur les investissements directs étrangers dans l'industrie coréenne et dans les entreprises, à travers la simplification des procédures.

Selon Fischer (1998)[447], ces questions ne font pas normalement l'objet des accords du FMI et reflètent une préoccupation du promoteur américain du Fonds Monétaire International qui souhaitait une ouverture substantielle du marché coréen aux investisseurs.

Les Coréens se sont opposés à ces dispositions, mais pas très énergiquement, en grande partie parce qu'il existait en Corée un puissant lobby pour soutenir cette libéralisation et l'ouverture de l'économie coréenne (afin d'imposer une certaine discipline aux entreprises nationales[448]). Atteindre un compromis avec le plan américain était essentiel. Dans le cadre des négociations, le gouvernement coréen savait exactement ce qu'il faisait. Il a fait usage de l'occasion créée par l'intervention du FMI pour faire passer le modèle coréen d'un système de développement à un système plus mature. Les réformes instiguées par la partie coréenne qui ne figurent dans aucun accord comparable s'appliquant à un pays en difficulté couvraient les questions suivantes[449]:

- La gouvernance et la structure des entreprises: les réformes ont imposé la transparence des bilans des entreprises et l'application des normes comptables internationales pour les *chaebols* coréens. Elles ont également imposé des bilans financiers consolidés pour les conglomérats;
- La réduction des niveaux de remboursement des garanties de la dette mutuelle entre les affiliés au sein d'un même groupe;
- L'assouplissement des restrictions sur le marché du travail et sur les licenciements pour permettre aux entreprises la diversification en évitant les procédures de faillite;

[447] Fischer (1998), op cité.
[448] Ibid, p.62.
[449] Ibid, p.62-67.

- La réforme du secteur financier, y compris la séparation de la Banque de Corée du Ministère des Finances et la création d'un nouveau bureau pour la supervision de toutes les institutions financières.

3.3 - La réforme du secteur financier coréen

Pendant que l'attention internationale se concentrait sur la renégociation de la dette extérieure coréenne, le processus de la réforme a continué. La restructuration et la réorganisation du secteur financier, et en particulier la refonte de la réglementation du processus de contrôle, était une question centrale de la réforme du modèle coréen. Ceci représentait une reconnaissance des dommages causés par les précédentes réglementations en ce qui concerne les flux de capitaux par exemple et par l'insuffisance des structures de surveillance. Les réformes ont été en ligne avec celles qui étaient prescrites par les accords du FMI, ce qui peut être interprété comme une acceptation d'une intervention étrangère (le plan des Etats-Unis) complétée par une révision complète des structures de régulation (le programme coréen).

Tout d'abord, les institutions financières les plus touchés et les moins performantes ont été rapidement fermées[450]. Les banques commerciales qui avaient emprunté à court-terme et prêté à long-terme ont été obligées de déposer leur bilan sous administration judiciaire. Dans le cadre des Accords de Décembre du FMI, un total de 14 banques commerciales a été mis en liquidation provisoire par l'administration de Kim Young Sam. Au début du mois de Février, le nouveau gouvernement du président Kim Dae-Jung a annoncé que dix banques parmi ces 14 seraient effectivement fermées et a pris les dispositions nécessaires pour assurer une certaine protection à leurs créanciers.

Le gouvernement a réagi à la crise avec trois méthodes: l'injection de capitaux (l'équivalent de 14% du PIB), l'achat des prêts non performants (7% du PIB) et la protection des déposants (5% du PIB). Les fonds publics de soutien s'élevaient ainsi à environ 30% du PIB (soit 155 milliards de won). En ce qui concerne les banques commerciales et les compagnies d'assurance, l'effort du gouvernement a principalement porté sur l'injection de capitaux et sur les achats de prêts non performants, tandis que les banques commerciales et les établissements financiers (banques d'épargne, les unions de crédit) non-viables ont été fermées et les épargnants pleinement protégés. Tous les dépôts des institutions financières ont été assurés de Novembre 1997 jusqu'à la fin de 2000.

[450] Mathews J.A., *Fashioning a New Korean Model out of the Crisis*, JPRI Working Paper N°46, edition Japan Policy Research Institute, San Diego, 1998.

Les institutions sous-capitalisées, dont les ratios d'adéquation des fonds propres étaient inférieurs à 8%, ont été restructurés via des opérations de « Purchase and Assumption (P&A)» des prêts non performants. Les banques en faillite ont été placées sous la tutelle du gouvernement qui reprend à son compte les créances les plus douteuses, le reste des actifs sains a été revendu aux enchères à d'autres établissements. Le gouvernement a pris les mesures nécessaires pour attirer les afflux de capitaux étrangers ce qui a permis aux investisseurs étrangers de détenir plus de 4% des actions des banques.

L'injection de fonds publics dans les banques en difficulté supposait quatre conditions: a) le management était contraint de démissionner et les capitaux étaient limités afin d'éviter les problèmes d'aléa moral; b) les injections de capitaux prenaient la forme d'achats d'actions; c) le gouvernement ne désignait pas le nouveau management, mais imposait des objectifs chiffrés aux gestionnaires, y compris les ratios des prêts non performants et les ratios d'adéquation des fonds propres et d) les actions achetés par le gouvernement étaient en fin de compte vendues à des investisseurs privés. Ce cadre d'action a donné au gouvernement l'opportunité d'augmenter la valeur de banques afin de réduire les coûts au minimum. Il a ainsi réussi à éliminer les collusions existantes entre le gouvernement et les dirigeants des *chaebols*.

À la fin de 1997, 14 des 26 banques commerciales avaient des ratios d'adéquation des fonds propres inférieurs à 8% (2 d'entre elles étaient insolvables). La première injection de fonds publics a été faite au cours des années 1998 et 1999. Dans le contexte de l'adoption de normes plus strictes pour la classification des actifs et de la faillite de Daewoo en 1999, le ratio d'adéquation des fonds propres de 8 des 17 banques était de moins de 8% dans la deuxième moitié de 2000 (5 d'entre elles étaient insolvables), ce qui a incité à une deuxième injection de fonds publics[451].

Afin de réduire au minimum l'impact sur les créanciers des entreprises, le gouvernement avait mis en place au début du mois de Février une banque intermédiaire qui a assumé temporairement une partie de la dette détenue par les banques suspendues jusqu'à ce que celles-ci puissent être liquidées, vendues ou fusionnées. 20 des 30 banques commerciales ont ainsi été contrôlées jusqu'à la fin de Février 1998 afin de concevoir des plans de sauvetages. En Juillet, cinq banques commerciales ont reçu l'ordre de fermer leurs portes

[451] Cho, Yoon Je, *What Have We Learned from the Korean Economic Adjustment Program?* in David T.C. and Kim S.J. "*Korean Crisis and Recovery*, ed International Monetary Fund and Korea Institute for International Economic Policy, Washington and Seoul, 2002, p.100.

définitivement, sous les ordres de la nouvelle Commission de Supervision Financière « Financial Supervisory Commission ».

Le deuxième élément[452] déterminant dans le processus de restructuration a été la séparation de la Banque de la Corée (Banque Centrale) du Ministère des Finances et de l'économie, et le réaménagement de leurs fonctions de surveillance. La Banque de Corée a été consolidée comme étant l'instrument principal de la politique monétaire du pays, en charge de la mise en place des taux d'intérêts. Cette restructuration est indispensable pour rompre le lien entre la politique monétaire et la supervision des institutions financières – ce lien était l'un des facteurs permettant à des situations comme celle qui a donné lieu au scandale de Hanbo Steel de se développer. L'indépendance de la Banque de Corée a ainsi été protégée et renforcée, tandis que ses pouvoirs de surveillance ont été réduits ou transférés. Le ministère des Finances et de l'économie a conservé son pouvoir sur les politiques macroéconomique et financière avec le pouvoir d'autoriser l'établissement de nouvelles institutions financières.

Le troisième élément déterminant concernait la restructuration complète des mécanismes de surveillance des institutions financières et la création d'un nouveau bureau pour atteindre cet objectif. La nouvelle institution est composée d'un Comité de Surveillance Financière (CSF) et d'une Agence de Surveillance Financière (ASF), ainsi que d'une Commission des instruments financiers et des contrats à terme « Securities and Futures Commission ». L'Agence de Surveillance Financière est un corps juridique spécial chargé de l'inspection, de l'audit et de la sanction des institutions financières. La Commission a montré son efficacité en Juillet 1998: trois mois seulement après sa création, elle a ordonné la fermeture de cinq banques commerciales non-viables et a donné une approbation conditionnelle à certaines banques en leur demandant de se soumettre à une restructuration, y compris le remplacement de la direction. Les cinq banques qui avaient reçu l'ordre de fermer ou de fusionner étaient les trois banques nationales suivantes: Daedong, Dongnam et Donghwa, et les deux banques régionales suivantes: Kyunggi et Chungchong. Les sept institutions qui avaient reçu des approbations conditionnelles étaient Korea Exchange Bank, Cho Hung, Commercial Bank of Korea, Hanil, Peace Bank of Korea, Kangwon et Chingbuk[453].

---

[452] Ibid, p.103-107.

[453] Park Y.C. and Song C.Y., *Managing foreign Capital Flows: The experiences of the Republic of Korea*, In Helleiner G., *Intrenational Monetary and Fiscal Issues for the 1990s*, edition UNCTAD, Geneva, 1999, p.150.

Les implications de ces changements sont susceptibles d'être profonds. Dès leur création, L'ASF et la CSF étaient susceptibles de devenir des acteurs centraux dans la surveillance de la santé future du secteur financier en Corée et de prévenir toute répétition de la vague d'endettement à court-terme qui a caractérisé les activités des banques commerciales récemment établies et déréglementées au milieu des années 1990 et qui ont contribué au déclenchement de la crise de 1997. La clarification du rôle de la Banque de Corée, et sa séparation de toute fonction de contrôle avaient pour objectif de réduire la fraude et la corruption.

Enfin, les prêts non performants qui étaient au cœur de la crise de la dette coréenne et qui ont continué à paralyser les opérations du secteur bancaire jusqu'en 1998 ont été traités par la création de KAMCO «*Korea Asset Management Corporation*». La KAMCO était habilitée à acheter les actifs des institutions fragiles (comme une sorte garantie de leurs prêts non performants) et à les vendre aux acheteurs nationaux et étrangers. Cette institution, comme d'autres institutions créées à des fins similaires en Thaïlande, en Indonésie et en Malaisie, était conçue non pas sur le modèle d'une institution japonaise, mais sur le modèle de la « U.S. Resolution Trust Corporation », qui a joué un rôle important dans la résolution de la crise de l'épargne et des prêts des années 1980[454].

La KAMCO a agi rapidement pour régler les problèmes de la dette. La KAMCO a acheté des prêts non performants d'une valeur de plus de 20% du PIB. Elle a acheté ces prêts aux prix du marché et s'en est débarrassée par diverses méthodes, y compris l'émission des ABS « *Asset Backed Securities* » et la vente directe. (Voir l'encadré 1 pour plus d'informations sur la KAMCO). L'achat et la vente intensifs des prêts non performants par la KAMCO ont créé un marché pour prêts non performants et ont encouragé les banques elles-mêmes à émettre des ABS et à vendre des prêts. Cela a également conduit à une expansion rapide d'autres types de crédits qui étaient viables sur le marché des ABS, par exemple, la dette des cartes de crédits.

La restructuration s'est étendue sur tout le mandat du FMI et n'aurait pas été réalisable sur le plan politique en Corée sans son intervention. Elle a cependant été conduite par le gouvernement coréen lui-même, dans le cadre de la nouvelle administration du président Kim Dae-Jung.

[454] Stiglitz J., *Restoring the Asian Miracle*, Asian Wall Street Journal, 2 February 1998, In Helleiner G., *Intrenational Monetary and Fiscal Issues for the 1990s*, edition UNCTAD, Geneva, 1999, p.157.

Encadré 1 : Korea Asset Management Corporation (KAMCO)

La KAMCO avait pour rôle la reprise et la gestion des actifs douteux des banques en difficultés. Elle a commencé à acheter les prêts non performants en Novembre 1997, pour finalement porter environ 110 milliards de won en valeur comptable (92 milliards de dollars, environ 20% du PIB) et 40 milliards de won (33 milliards de dollars) en valeur de marché qui avait baissé de 64%. En Novembre 2002, la KAMCO avait déjà vendu 57,2% des prêts non performants à un prix de vente (19 milliards de won), largement supérieur au prix d'achat qui était de 16 billions de won. La KAMCO avait acheté les prêts non performants aux prix du marché et était responsable d'éventuelles pertes.

La KAMCO a recueilli des fonds principalement par l'émission d'obligations garanties par le gouvernement, qui ont été achetés par les mêmes institutions financières qui vendaient les prêts non performants. Au cours de la phase initiale, la KAMCO avait besoin d'accroître la confiance des institutions financières en rendant les achats rapides, ainsi elle avait une option pour acheter les prêts à 45 institutions financières si le prix du marché atteignait un niveau supérieur au prix de vente. La KAMCO avait également une option pour vendre les prêts aux institutions financières si le prix du marché tombait à un niveau inférieur au prix d'achat. Les institutions financières avaient ainsi racheté environ 20% des prêts ils avaient vendus. Le plafond d'achat de la KAMCO était fixé à l'ensemble des prêts non performants des banques à risques (sauf les petits crédits d'une valeur inférieure à 10 millions de won) et à 50% des prêts non performants détenus par les banques en difficulté (les mêmes exceptions-étant appliquées).

La KAMCO a utilisé des méthodes diverses pour se débarrasser des prêts non performants, y compris la collecte directe, la vente aux enchères, l'émission d'ABS et la vente directe. La KAMKO était détenue par le gouvernement (42,9%), par la Banque de Développement Coréenne (28,6%) et d'autres banques (28,6%).

Résultat de la restructuration financière

La situation financière des banques commerciales s'est améliorée. Le ratio des prêts non performants des banques commerciales a sensiblement reflué de son niveau record de 13,6% en 1999 à 2,4% en 2005 et le ratio d'adéquation des fonds propres a augmenté de 7% en 1997 à 10,5% en 2005. Les cotes de crédit se sont également peu à peu améliorées et il n'y a pas eu de bouleversement important lorsque la couverture des dépôts a été levée début 2001.

Les banques commerciales ont affiché des bénéfices pour la première fois en cinq ans en 2001 et elles ont enregistré des profits élevés en 2002. Les facteurs qui ont contribué à cette amélioration étaient: la réduction des prêts non performants, les effets de la restructuration et une croissance importante des prêts accordés aux ménages et aux petites et

moyennes entreprises (PME). Par ailleurs, entre 1997 et Juin 2002, le nombre d'employés dans les banques commerciales a baissé d'environ 40% de 114000 à 68000.

Les étrangers, principalement les investisseurs européens et nord-américains, sont actuellement parmi les principaux actionnaires des banques commerciales et il y a eu une augmentation remarquable du nombre d'investisseurs étrangers nommés comme directeurs de conseils d'administrations des banques coréennes. L'afflux de capitaux étrangers a contribué à éliminer les collusions entre le gouvernement et les entreprises que l'on pouvait observer avant la crise, en favorisant la rentabilité dans la gestion des banques. En 2002, le gouvernement a entrepris la privatisation des banques nationalisées[455].

Jusqu'en 1999, la consolidation du système bancaire a été menée par le gouvernement, y compris la fermeture et la fusion des institutions sous-capitalisées. À partir de 2001, un environnement de plus en plus concurrentiel a encouragé les fusions dans le secteur privé et la création d'entreprises dans l'ensemble de l'industrie. Depuis 1998, l'Etat a ainsi injecté dans les banques viables un total 111 milliards d'euros soit l'équivalent de 30% de son PIB[456]. Le nombre de banques a été réduit de manière significative de 26 banques à la fin de 1997 à 7 banques actuellement (tableau 22). Les mauvaises créances qui étaient de 88 trillions de wons au début de 1998 ont baissé à 15 milliards de wons en 2002. Les mesures adoptées par le gouvernement pour organiser les banques et améliorer la qualité des actifs semblent avoir bien mieux fonctionné que partout ailleurs en Asie.

Tout en réduisant leurs prêts aux *chaebols*, les banques ont augmenté leurs prêts aux ménages et aux PME[457], principalement dans le secteur des services où les risques sont moindres. La réduction des prêts aux *chaebols* est attribuable à deux facteurs: les grands groupes ont montré une forte préférence pour la collecte de fonds sur les marchés des capitaux et de leur côté, les banques ont radicalement changé leurs politiques de prêt. Avant la crise les banques accordaient des prêts aux *chaebols* sans véritable analyse de risques, certaines que le gouvernement ne laisserait jamais échouer ces derniers du fait des relations privilégiées qu'il entretenait avec eux.

---

[455] Cho Y.J. and Rhee C., *Macroeconomic Views of the East Asian Crisis: A Comparison*, in David T. C. and Kim S.J., *Korean Crisis and Recover*, ed IMF and Korea Institute for International Economic Policy , Washington and Seoul, 2002, p.60.

[456] Asian Development Bank, « Asian Development outlook 2006 Update», http://www.adb.org/Documents/Books/ADO/2006/update/ino.asp

[457] Chopra A. et al., *From Crisis to Recovery in Korea: Strategy, Achievements, and Lessons*, in David T. C. and Kim S.J., *Korean Crisis and Recover*, ed IMF and Korea Institute for International Economic Policy , Washington and Seoul, 2002, p.80.

Tableau 22 - Les changements au sein des banques commerciales Coréennes (1990 □ 2007).

1990 (11)	**1997** (16)	**2000** (11)	**2005-7** (7)
Chohung	Chohung	Chohung	Woori
Sangup	Sangup	Hanbit	SC Cheil
Cheil	Cheil	Cheil	Shinhan
Hanil	Hanil	Seoul	Citi
S-S	Seoul	Shinhan	Foreign Ex
Shinhan	Shinhan	Hanmi	Hana
Hanmi	Hanmi	Foreign Ex	Kookmin
Donghwa	Donghwa	Hana	
Dongnam	Dongnam	Pyonghwa	
Daedong	Daedong	Kookmin	
Foreign Ex	Foreign Ex	Jutaek	
	Hana		
	Boram		
	Pyonghwa		
	Kookmin		
	Jutaek		

Source: SEIWAN Kim, *« Korean Financial Market »,* Ewha Women's University, Seoul, April 2007.

Toutefois, après la crise, la politique de prêts des banques a été orientée par une analyse du risque / rendement, ce qui s'est traduit par une forte augmentation des prêts aux ménages et aux PME. Par conséquent, le secteur des services a occupé une part plus grande dans le PIB par rapport à la période précédant la crise. Il y a également eu une forte augmentation de l'emploi dans les PME, y compris les start-up. La restauration de la capacité financière des banques intermédiaires et l'orientation de leur politique de prêts vers la rentabilité, combinée avec une plus grande flexibilité du marché du travail ont transformé la structure économique de la Corée, qui était jusqu'alors centrée sur les *chaebols*.

3.4 - Réformer le secteur des entreprises: en maîtrisant les *chaebols*

Le cadre de la restructuration du secteur des entreprises comporte trois volets principaux: la restructuration financière au moyen de la réduction de la dette et de la sélection

des sociétés profitables, la fermeture et le sauvetage des sociétés en difficulté et l'amélioration de la gouvernance des entreprises.

3.4.1 - La restructuration financière.

Les pratiques expansionnistes des *chaebols* de tailles moyennes, l'extension et la diversification de leurs activités par le biais d'une dette qui dépassait de loin leurs capitaux propres ou leurs capacités de remboursement ont aggravé la crise financière de 1997 en Corée du Sud. Bien que ces pratiques aient été dénoncées bien avant la crise, tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de la Corée, les *cheabols* ont persisté dans cette voie, ce qui a conduit aux résultats désastreux de 1997 avec les faillites de Hanbo, Sammi, Jinro, Halla et bien d'autres. La réforme des *chaebols* était prévue depuis un long moment, mais jusqu'en 1997 rien n'a été fait[458].

L'intervention et les accords du FMI puis l'élection du président Kim Dae-Jung le 18 Décembre 1997 ont changé la donne. Les accords du FMI contenaient plusieurs clauses destinées à réformer les structures et le fonctionnement des *chaebols*. Toutefois, ceci ne dépendait que de la volonté du gouvernement (et en particulier de l'équipe de transition du président Kim Dae-Jung, dans un premier temps) d'agir sur les *cheabols* pour les encourager à réaliser les changements nécessaires - une chose que les administrations précédentes n'avaient jamais faite. En Janvier 1998, seulement trois semaines après son élection, et six semaines avant son investiture, le président élu a convoqué les dirigeants des cinq premiers *cheabols* à une réunion pour obtenir leur accord sur cinq points. Ce pacte historique entre les dirigeants des *cheabols* et le président prévoyait[459]:

- L'élaboration de bilans consolidés, préparés conformément aux normes comptables internationales;
- L'abandon du système de garanties intra-groupe qui était mis en place afin de contracter davantage de prêts;
- L'obligation pour les sociétés affiliées d'investir dans des projets rentables, et de fusionner ou faire cesser les activités non rentables.
- La promotion de partenariats entre les *chaebols* et les petites et moyennes entreprises;
- L'investissement des fortunes personnelles des dirigeants dans leurs entreprises afin d'améliorer les capitaux propres.

---

[458] Kang M.H., *« The Korean Business Conglomerate: Cheabol Then and Now »,* Korea Research Monograph N° 21, edition Institute of East Asian Studies, University of California, Berkeley, 2003.
[459] Kim S.J., *Perspectives on Financial Restructuring*, Working Paper N°27, Korea Institute of Finance, 2002.

Cet accord a pris en compte l'essentiel des réformes nécessaires pour maîtriser les *cheabols* et améliorer les autres composantes de l'économie coréenne, en particulier la performance des petites et moyennes entreprises. Alors que les abus de pouvoirs avaient eu lieu généralement dans les *cheabols* de taille moyenne, les cinq premiers s'étaient généralement comportés de manière responsable. Les cinq présidents avaient néanmoins porté la l'entière responsabilité des pratiques de leurs collègues et celle de ne pas avoir pris l'initiative de réforme.

Ainsi en 1998, le gouvernement a exigé des 64 premiers *chaebols* la signature du «plan d'amélioration de la structure du capital» avec leurs principales banques créancières. Le plan comportait: la réduction des ratios d'endettement (dette par rapport aux capitaux propres) au-dessous de 200%, afin d'alléger le surendettement ainsi que la réduction du nombre de sociétés affiliées. Le gouvernement a également demandé aux cinq plus grands *chaebols* d'échanger des secteurs d'activités entre eux afin de se concentrer sur leurs activités principales.

La dynamique de la réforme a continué même après que l'économie a commencé à montrer une forte reprise et le gouvernement a continué à renforcer le cadre de cette réforme. En 1998, immédiatement après la crise, certains *chaebols* ont essayé de réduire leurs ratios de la dette par l'émission de nouvelles actions en poussant leurs filiales à les acheter. Les *chaebols* ont également essayé de développer leurs activités par la collecte de fonds en émettant des obligations dont la plupart ont été achetés par des fonds d'investissement.

Pour faire avancer les réformes structurelles, le Président Kim Dae-jung a créé un Comité tripartite formé par le gouvernement, le patronat, et les syndicats qui ont accepté une suppression d'emplois et une baisse des salaires de manière à encourager les entreprises à réduire leurs dettes et à se concentrer sur leurs activités principales. Quand les entreprises ont réduit le nombre des travailleurs à temps plein ainsi que le nombre de travailleurs à temps partiel, le taux de chômage est passé de 2% à environ 8% en 1998[460]. Pendant ce temps, la libéralisation financière a encouragé les afflux des capitaux et les investissements de portefeuilles, ce qui a aidé les entreprises à vendre leurs activités secondaires et à améliorer leurs capitaux propres. La répartition des principaux acheteurs entre 1997 et 2001 montre que

[460] Chung U.C., *The Korean Economy: Before and After the 1997 Crisis*, paper presented at the conference "The Korean Economy: Beyond the Crisis," organized by the Research Center for International Finance, School of International and Area Studies, Seoul National University, October 4–5, 2002. In David T. C. and Kim S.J., *Korean Crisis and Recover*, ed IMF and Korea Institute for International Economic Policy , Washington and Seoul, 2002, p.80.

les investisseurs étrangers étaient les plus gros acheteurs. Les ménages, les sociétés d'investissement et les institutions non financières ont également acheté des actifs.

3.4.2 - Promotion de la politique de fermeture et de fusion des entreprises en difficultés

En 1998, le gouvernement a exigé que les banques créancières distinguent les entreprises non-viables des entreprises en difficulté financière. C'est ainsi que 55 entreprises ont été jugées non-viables. La sélection était essentiellement confiée aux banques créancières mais la participation du gouvernement à ce stade précoce était indéniable. D'autres entreprises en difficulté considérées comme viables ont été réorganisées dans le cadre d'un accord mis au point par des banques privées qui ont, à cette occasion, mis en place des objectifs d'amélioration de la gestion. Les entreprises étaient tenues de réduire les coûts, de vendre les actifs et de restructurer leurs opérations. En contrepartie, les banques créancières les ont faites bénéficier de suspensions des principaux remboursements, d'exonérations des intérêts, d'échange ou de conversion dette / capitaux, de prêts d'exploitation et d'autres soutiens financiers. Il est intéressant de noter que la Corée du Sud n'a pas mis en place une institution similaire à l'Industrial Revitalization Corporation Japonaise.

Après l'an 2000, la Corée a continué à prendre des mesures pour renforcer son programme de fermeture et fusions d'entreprises. Le nombre d'entreprises fermées n'était pas suffisant, et étant donné que les institutions financières n'étaient pas obligées de participer au programme de restructuration des entreprises, certaines institutions se sont retirées du programme. En 2000, le gouvernement a de nouveau demandé aux banques créancières de sélectionner les entreprises qui devaient être fermées (52 ont été sélectionnées), et en 2001, il les a obligé à examiner tous les six mois le cas d'entreprises à haut risque (le «système d'évaluation continu des risques de crédit »). Lors de chaque examen, plus d'un millier d'entreprises étaient ainsi soumises à une évaluation avec pour résultat un total d'environ 200 jugées non-viables depuis 2001. Pendant ce temps, une nouvelle législation (la «loi sur la promotion de la restructuration d'entreprises ») a obligé les institutions financières à participer au programme de restructuration des entreprises. Les institutions financières qui se sont opposées aux plans de réorganisation ont été forcées à vendre leurs crédits aux prix du marché à d'autres banques créancières.

Le gouvernement a atténué l'impact déflationniste d'une forte contraction de l'économie par l'expansion des dépenses budgétaires, y compris des travaux publics et par des

règles fiscales particulières qui encourageaient la création des PME. Cette procédure s'est également montrée efficace en permettant à de nombreuses entreprises d'éviter une liquidation pour poursuivre leurs activités tout en protégeant les créanciers ordinaires.

3.4.3 - La gouvernance d'entreprise et la transparence[461]

Les efforts menés par la Corée pour renforcer la gouvernance des entreprises avaient quatre caractéristiques: attirer les capitaux étrangers, renforcer des droits des actionnaires (renforcement des intérêts minoritaires et des investisseurs institutionnels), mise en place d'administrateurs indépendants et clarification des responsabilités de gestion des propriétaires des *chaebols*. Ceci a été accompagné par des programmes visant à améliorer la transparence financière: l'élimination des garanties intra-groupes parmi les sociétés affiliées aux *chaebols*, l'obligation faite à ces derniers de produire des comptes de résultats financiers consolidés à l'échelle du groupe. Bien qu'il ait fallu un certain temps pour réaliser ce cadre institutionnel, l'introduction de capitaux étrangers a sensiblement amélioré la gouvernance des entreprises dans le court terme.

L'arme stratégique des *chaebols* et le facteur qui leur a permis de se développer si rapidement était l'opacité de leur comptabilité. Les propriétaires et les hauts gestionnaires manipulaient les profits et les pertes de manière à diriger les bénéfices d'une entreprise vers une autre afin de lancer une nouvelle filiale ou de sauver une autre au cas de problèmes. Cette canalisation de profits fut pendant très longtemps une puissante technique pour se spécialiser dans de nouvelles industries telles que les semi-conducteurs - et quand les résultats étaient bons, elle servait les entreprises et l'économie coréenne. Mais un tel système ne peut conduire qu'à des abus de pouvoirs. Dans le cas de Hanbo par exemple, les fonds levés pour construire l'aciérie ont été détournés pour lancer une nouvelle activité qui n'avait aucune relation avec l'acier et pour payer des pots-de-vin aux présidents des banques, aux législateurs et aux fonctionnaires afin de maintenir le financement[462]. Même dans le cas des cinq principaux *cheabols*, l'absence de bilans consolidés a encouragé les présidents à se diversifier d'une manière irrationnelle. Samsung, connu généralement comme ayant la meilleure gouvernance parmi les *chaebols* s'est vu reprocher le fait d'avoir pénétré l'industrie automobile au prix de

---

[461] Claessens S. et al., *Korea's Financial Sector Reforms,* in Hunter W.C., Kaufman G.G. and Krueger T.H. , *The Asian Financial Crisis: Origins, Implications, and Solutions*, ed Kluwer Academic Publishers for the Federal Reserve Bank of Chicago and the IMF, Massachusetts 2002.

[462] Kim K.W., *« Post-Crisis Transformation of the Korean Economy: A review from 1998 to 2002*, ed Samsung Economic Research Institute, Seoul, September 2003, p.16.

pertes qui ne seront pas résorbées avant une longue période et le drainage des profits des ses opérations réussies telles que les semi-conducteurs.

Si la réforme insistait sur la transparence des comptes des entreprises, c'était pour éliminer le système de garanties intra-groupe mis en place afin de contracter davantage de prêts. La pratique qui consistait à utiliser des sociétés affiliées pour garantir des prêts, devrait disparaitre à terme et les *cheabols* devraient prendre individuellement des mesures visant à réduire le niveau de leurs garanties dans les plus brefs délais[463].

Exiger une bonne gouvernance des filiales pour assurer la rentabilité de leurs groupes était la clef d'une vaste restructuration des opérations des *cheabols*. L'un après l'autre, les 30 premiers *cheabols* avaient fait des annonces dans ce sens. Le groupe Hyosung (n°14) fut le premier, en annonçant en Mars 1998 des initiatives de restructuration qui visaient à réduire son ratio dette/capitaux propres de 2,0 en 2002. Il s'agissait de vendre des actifs, de fusionner les entreprises non rentables et de renoncer à certains plans ambitieux de diversification (ce fut le cas de Hyundai qui a abandonné le projet d'entrer dans l'industrie de l'acier). Tous les grands *chaebols* ont abandonné leurs plans d'expansion en outre-mer. L'effet net de ces initiatives, si elles sont exécutées à la lettre, sera de réduire le ratio de la dette/capitaux propres ainsi que la taille des *chaebols*.

L'appel à une meilleure relation entre les *cheabols* et les petites et moyennes entreprises était destiné à mettre fin aux pratiques « prédatrices » des *cheabols* qui avaient duré longtemps en Corée. Les *cheabols* ont été forcés de trouver des moyens pour encourager la croissance des petites et moyennes entreprises et pour améliorer leurs participations à l'activité économique, soit via des alliances, soit en laissant certains secteurs de l'économie libre de l'influence des *cheabols.* C'est la raison pour laquelle le président Kim Dae-Jung a également mis en place des mesures pour accélérer le financement, soutenir les exportations et fournir des services aux petites et moyennes entreprises afin qu'elles puissent être en mesure de rivaliser avec les *cheabols*.

3.4.4 - Les progrès réalisés dans la restructuration des entreprises

Ces programmes ont réduit la dette totale des entreprises en pourcentage du PIB de 175% en 1997 à 145% en Juin 2002[464]. Les emprunts non-bancaires ont été fortement réduits, en grande partie en raison de la fermeture de la plupart des banques commerciales. D'autre

[463] Ibid, p.25.
[464] Coe D.T. and Kim S.J., " *Korean Crisis and Recovery*, ed International Monetary Fund and Korea Institute for International Economic Policy, Washington and Seoul, 2002, p.80-85.

part, les emprunts auprès des banques ont augmenté depuis 2000, mais ceci était du à l'augmentation des prêts accordés aux PME. Les ratios d'endettement des entreprises (dette/capitaux propres) ont sensiblement diminué en raison de l'augmentation des capitaux propres et de la vente des activités éloignées du cœur de métier. Les bénéfices des entreprises ont montré une amélioration significative. Les sociétés cotées en bourse ont affiché des bénéfices en 2001 après des pertes enregistrés en 1998 et 1999. Elles ont réalisé des bénéfices record en 2002.

Il convient de noter, que cette amélioration des bénéfices était due à quelques unes des principales entreprises. Les entreprises fragilisées ont continué à porter une dette excessive. Selon le « *Financial Statement Analysis* » de la Banque de la Corée, le ratio des intérêts de l'industrie manufacturière s'est sensiblement amélioré au cours du premier semestre de 2002. Il était de plus de 200% en moyenne tandis que la courbe de distribution indiquait que près de 30% de ces intérêts était encore en dessous de 100 %. Il convient également de noter que la dette totale des entreprises coréennes en pourcentage du PIB était légèrement inférieure à celle du Japon et sensiblement plus élevée que celle des États-Unis; et que la dette financière nette (dettes financières moins actifs financiers) était plus élevée que celle du Japon.

Certes, l'économie coréenne est encore largement entre les mains des *chaebols* mais les restructurations parviennent à transformer progressivement leur organisation. Le modèle des *chaebols* s'est certes effrité mais il est loin de s'être effondré. Les dix plus importantes familles détiennent toujours près de 45% des participations dans ces groupes via les successions de filiales. Rappelons que la tâche du président Kim Dae Jong était rendue extrêmement complexe par leur manque de flexibilité, leur emprise sur l'économie, les « accointances » qu'ils ont longtemps entretenues avec le pouvoir aux dépens des PME et leur surendettement. Toutefois, contrairement aux autres conglomérats asiatiques, le surendettement n'a pas empêché les groupes coréens d'investir dans la Recherche et Développement et dans les équipements de pointe. Le positionnement du pays, résolument tourné vers les nouvelles technologies, contribue à donner une image de dynamisme. La capacité de rebond dont a fait preuve la Corée du Sud après la crise de 1997 et surtout, la rapidité avec laquelle elle a renoué avec des taux de croissance proches des 10% en 1999 et 2000 sont pour partie liées aux avancées technologiques initiées par les *chaebols*.

La réforme des entreprises était menée par le gouvernement. La bourse et les banques étaient devenues de plus en plus sélective. La part totale du marché de capitalisation représenté par les dix premières entreprises a augmenté de près de 20 points en pourcentage depuis la crise et a dépassé les 50% en 2002. Les entreprises ayant des problèmes de liquidité

étaient contraintes d'améliorer leur situation afin de réaliser des intérêts et les paiements principaux, ce qui les a forcées à s'abstenir de nouveaux investissements et de vendre les activités éloignées de leur cœur de métier. En d'autres termes, les pressions du marché ont forcé ces entreprises à se restructurer.

Le marché boursier coréen était dirigé par des familles avant la crise. Après la crise, suite à la libéralisation financière, ce sont les investisseurs étrangers qui en ont pris la direction. À la fin de 2002, les investisseurs étrangers détenaient 12% des stocks, et 36% en termes de valeur boursière[465]. Ayant obtenu des fonds publics afin de se débarrasser des prêts non performants et d'améliorer la gouvernance, en éliminant l'ingérence du gouvernement et l'introduction de capitaux étrangers, les banques sont devenues de plus en plus sélectives dans l'attribution des crédits aux entreprises.

Le gouvernement a participé activement à la phase initiale et les réformes ont été achevées. Conscient de l'interdépendance de chaque question structurelle, le gouvernement est intervenu pratiquement dans toutes les activités des institutions financières, des entreprises et des syndicats. Plutôt que d'implémenter uniquement des réformes temporaires, le gouvernement était tout à fait conscient de la nécessité de réformer la gouvernance d'entreprise qui a été considérée comme la cause fondamentale de la crise. Parmi les pays touchés par la crise qui ont reçu le soutien du FMI, la Corée du Sud a été le seul pays à inclure explicitement le renforcement de la gouvernance des entreprises dans son programme de réforme.

Les réformes globales ont augmenté de manière significative la flexibilité de l'économie. Le rétablissement rapide de l'intermédiation financière en Corée, le renforcement et le développement des marchés des capitaux (y compris le marché des ABS), ont encouragé les capitaux étrangers et ont apporté une plus grande flexibilité au marché du travail. Ces efforts ont redistribué les ressources aux différents secteurs des services et aux PME, ce qui a changé la structure économique de la Corée qui était centrée sur les *chaebols*. De plus, la redistribution des facteurs de production a fait valoir les impacts déflationnistes de la réforme.

3.5 La dette publique

On peut constater d'après ce qu'on vient de voir ci-dessus que le redressement de la situation économique en Corée, a eu pour résultat une augmentation de la dette publique. Grâce à la politique économique menée par le gouvernement du président Kim Dae-Jung dans

[465] Coe D.T. and Kim S.J, , 2002, op cite, p.80-85.

le cadre du programme appuyé par le FMI, la Corée est parvenue à réhabiliter sa situation économique. En effet, la Corée était en 2007 en situation de forte reprise et les politiques adoptées par le gouvernement coréen ont contribué au rétablissement de la stabilité extérieure, à la reconstitution des réserves et a mené avec succès les réformes des secteurs de la finance et des entreprises. La Corée a cessé d'effectuer rapidement des tirages sur les ressources du FMI. Dès le 23 Aout 2001, la Corée a même remboursé les 140 millions de dollar de dette qu'elle devait encore au FMI. Le plan d'ajustement structurel original du FMI a totalisé 19,5 milliards, comprenant 6 milliards de dollars en prêts de stand-by, et 13,5 milliards de dollars en prêts supplémentaires. Ces prêts supplémentaires ont été remboursés intégralement en Septembre 1999, avant la date fixée dans le calendrier de remboursement de Juin 2000. Les réserves de change ont totalisé 97,76 milliards de dollars américains en Décembre 2001, une augmentation considérable par rapport à Décembre 1997 où les réserves de change étaient de 8.87 milliards seulement[466].

Le corollaire est cependant l'augmentation forte de la dette publique de la Corée à la suite de la prise en charge par le gouvernement des dettes des entreprises privées. La reconstitution des réserves de change, le financement des déficits budgétaires et la réforme du secteur financier ont abouti à une augmentation très rapide de l'endettement de l'Etat depuis 1998. Le ratio de la dette publique par rapport au PIB est ainsi passé de 17% du PIB en 1997 à plus de 41% en 2001. L'accroissement de la dette a essentiellement été alimenté par l'augmentation des garanties et des émissions d'obligations. En effet, le redressement économique a permis une augmentation rapide des recettes fiscales et le retour à un équilibre budgétaire.

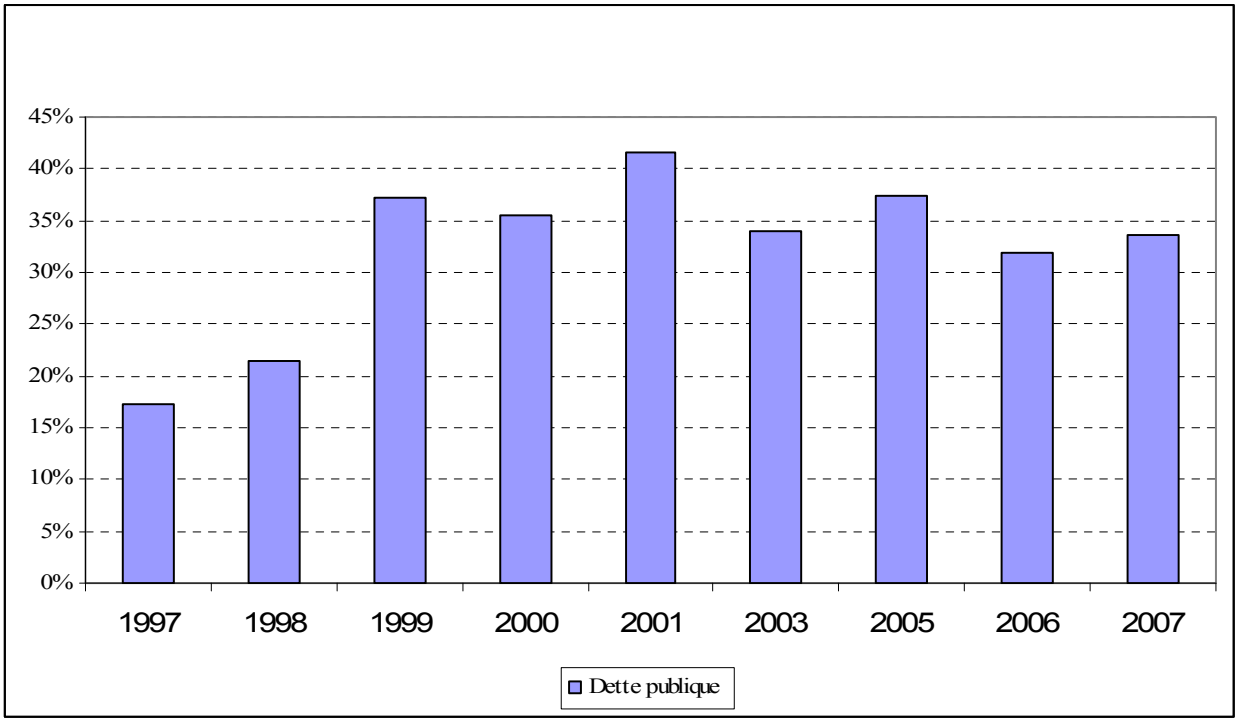
En 2006, la dette publique Coréenne s'est établie à 31,90% du PIB soit le double de son niveau de 1997 (17,20%). Selon le ministère des finances coréen, le niveau de la dette publique devait commencer à diminuer à partir de 2007[467]. Le remboursement devait s'échelonner sur 25 ans (de 2004 à 2028). Cependant, la dette publique de la Corée du Sud s'élevait à 330,9 milliards de dollars américains fin 2007, soit 33,7% du PIB. La dette publique du pays a augmenté de 16,1 milliards de dollars en 2007 en raison des dépenses supplémentaires du gouvernement pour stabiliser le marché financier. Cette hausse de la dette publique est attribuée aux émissions de bons du Trésor pour stabiliser le marché financier et

[466] http://findarticles.com/p/articles/mi_m0WDP/is_2001_August_27/ai_78570214. Le 03-12-2008.

[467] IMF, "*Structural changes in emerging sovereign debt and implications for financial stability*", *Global Financial Stability Review*, April 2006.

couvrir le déficit du budget national. Le gouvernement sud-coréen a émis un total de 11,3 milliards de dollars d'obligations en 2007[468].

Figure 8 : La dette publique de la Corée du Sud (1997-2007)
(En % du PIB)



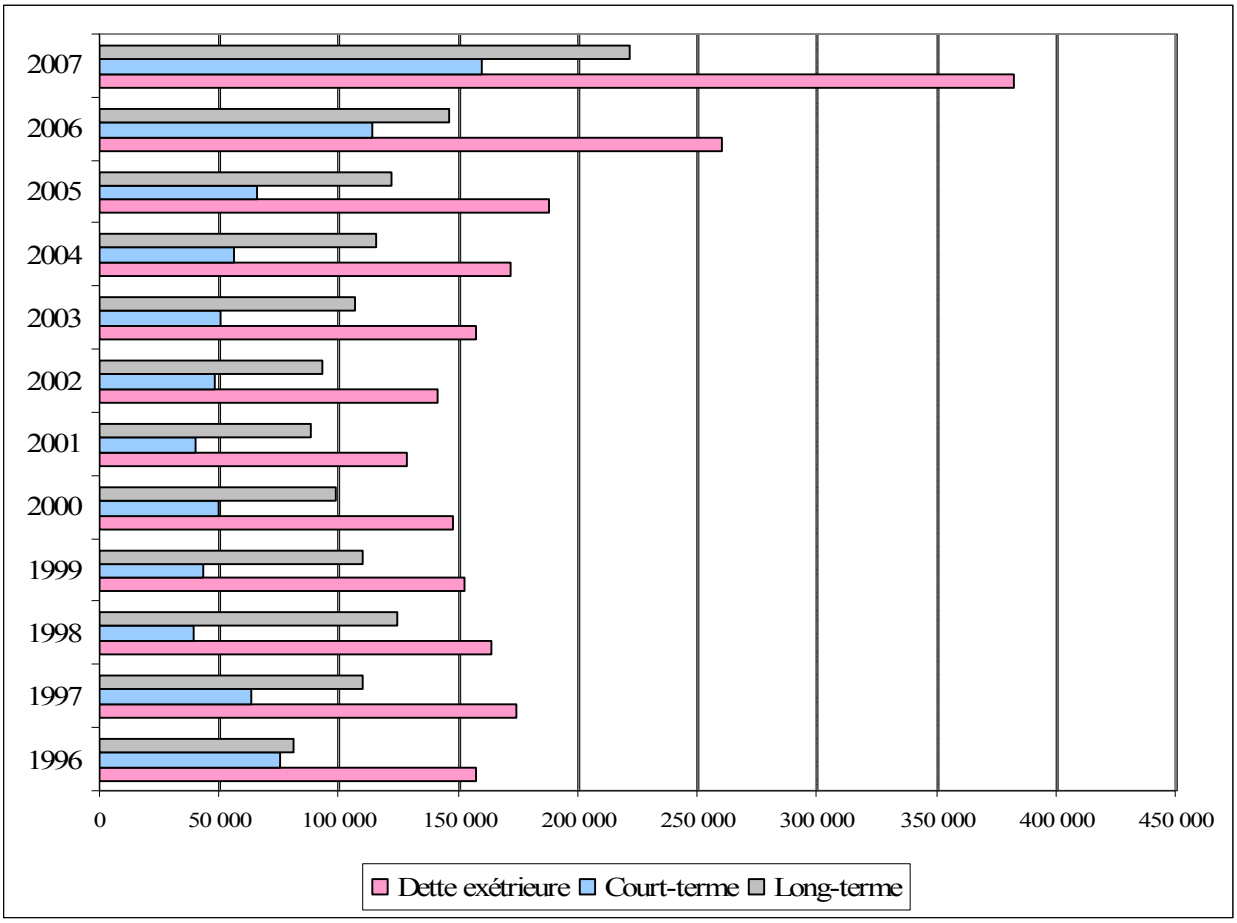
Source: Korea National Statistical Office (KOSIS). Données disponibles sur le lien suivant: http://www.kosis.kr/eng/index.html.

La situation économique et financière de la Corée du Sud s'est nettement améliorée depuis la crise financière de 1997. La Banque de la Corée (BOK) détenait en 2007 210 milliards de dollars de réserves en devises, ce qui la classe au sixième rang mondial en la matière. La structure de la dette extérieure n'a plus rien à voir avec ce qu'elle était avant la crise: alors que la dette à court terme représentait en 1996 48% du total de la dette extérieure, elle ne comptait désormais en 2005 que pour 35% (Figure 9).

Bien que la structure de la dette ait beaucoup changé depuis 1996, la Corée du Sud reste exposée aux chocs extérieurs, vu sa grande dépendance vis-à-vis de la dette extérieure (382 millions de dollars américains au total en 2007). Le secteur bancaire reste largement endetté. Entre 2003 et 2007, les banques coréennes ont lourdement emprunté en devises étrangères pour financer l'expansion de leurs activités. La dette extérieure des banques coréennes a totalisé 200 millions de dollars américains en 2007 (Figure 10).

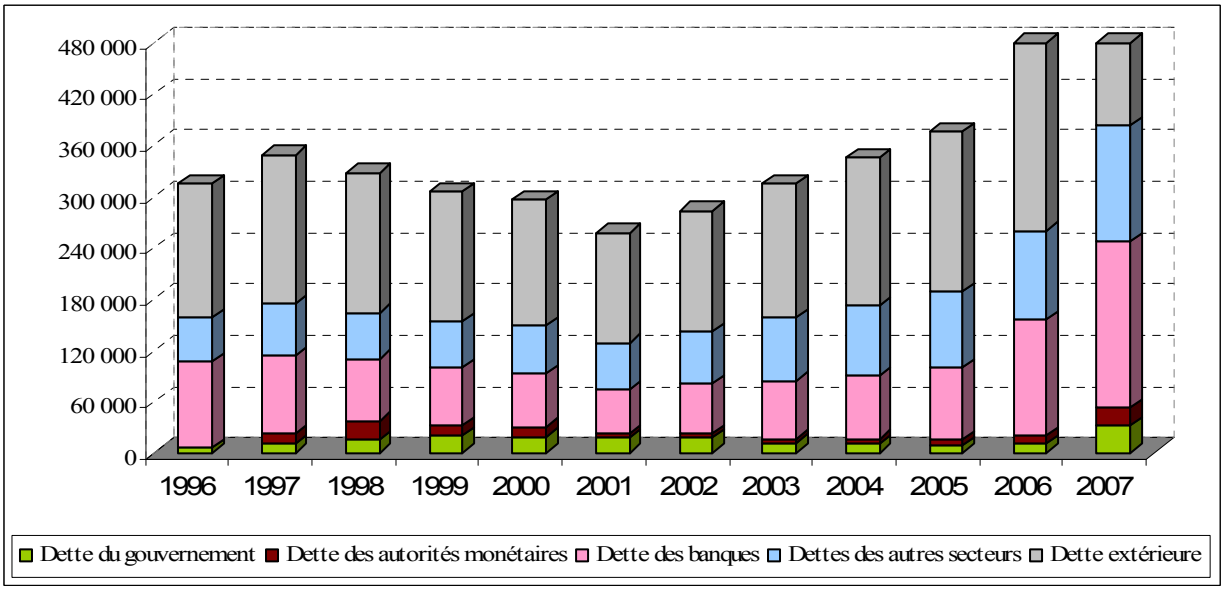
[468] Korea National Statistical Office (KOSIS). Données disponibles sur le lien suivant: http://www.kosis.kr/eng/index.html.

Figure 9 : La dette extérieure de la Corée du Sud (1996-2007)
(En millions de dollars américains)



Source: Banque de la Corée. Données statistiques disponible sur le lien suivant: http://ecos.bok.or.kr/EIndex_en.jsp.

Figure 10 : Structure de la dette extérieure de la Corée du Sud (1996-2007)
(En millions de dollars américains)



Source: Banque de la Corée. Données statistiques disponible sur le lien suivant: http://ecos.bok.or.kr/EIndex_en.jsp.

Toutefois, les craintes que la Corée du Sud ne se dirige vers une crise financière similaire à celle 1997, peuvent sembler exagérées. La réforme du système financier a été menée avec succès. Néanmoins, le ralentissement de la demande extérieure associé à une perte de confiance des investisseurs peut entraîner le ralentissement de l'investissement des entreprises et les banques pourraient subir des pertes de crédit, ce qui aggraverait leur situation actuelle délicate.

4 - La Malaisie: Une stratégie particulière de sortie de crise

Suite à la crise financière asiatique de 1997-98, la Thaïlande, la Corée du Sud et l'Indonésie ont été contraints de faire appel au FMI et d'adopter les programmes d'ajustement structurels du FMI afin de faire face à la crise financière. Ces mesures consistaient à adopter un régime de change flottant et des politiques budgétaires strictes, à augmenter les taux d'intérêt, à ouvrir les marchés financiers aux investisseurs étrangers, à fermer les banques et les institutions financières en difficulté, etc.

La Malaisie a pris un chemin différent. Comme la situation de la dette extérieure était contrôlable, le gouvernement malaisien avait décidé de ne pas demander l'aide du FMI parce qu'il craignait que ses politiques soient affectées par les conditions du FMI, notamment la réglementation de la propriété étrangère, l'aide aux entreprises locales, les subventions, le contrôle des prix et les politiques économiques et sociales relatives aux minorités ethniques. Le 5 Décembre 1997, le ministre des Finances de l'époque a annoncé un ensemble de politiques qui comprenait : 1) une réduction de 18% des dépenses publiques, 2) le report de plusieurs projets d'investissement du secteur public, 3) une réduction de 10% des salaires des membres du gouvernement. La Banque Centrale (Banque Negara) a augmenté les prêts interbancaires de 7,6% dans la période qui a précédé la crise à 8,7% en Décembre 1997, 10% en Janvier 1998 et 11% en Février 1998[469]. Le seuil de non-performance d'un prêt a été réduit de six mois à trois mois de retard de paiement. Ceci avait pour but de renforcer la surveillance prudentielle mais a eu pour effet d'accroitre les flux de crédit.

Toutefois, la Malaisie n'a pas changé sa politique en ce qui concerne la propriété étrangère de la même manière que la Thaïlande, l'Indonésie et la Corée du Sud (même s'il y avait une certaine libéralisation des IDE dans l'industrie manufacturière). La Malaisie a également conservé les subventions et la politique de contrôle des prix relative à certains produits de première nécessité. Les politiques budgétaire et monétaire strictes et les taux

[469] Athukorala P.C., "Crisis and Recovery in Malaysia: The Role of Capital Controls", ed Edward Elgar, UK, 2001, p.65.

d'intérêts élevés imposés par le FMI visaient à restaurer la confiance des marchés financiers et des investisseurs. Mais si les investisseurs avaient foi dans le sérieux de l'engagement du gouvernement malaisien à lutter contre la crise, le ringgit et le marcher boursier devaient se stabiliser et il ne devait pas y avoir de graves fuites de capitaux. À certains égards, les politiques adoptées en Malaisie étaient encore plus strictes que celles imposées par le FMI dans les trois autres pays. La réduction des dépenses budgétaires du gouvernement de 18% en constitue un exemple type.

Toutefois, ces politiques n'ont pas mis l'économie Malaisienne sur la voie du redressement. Au contraire, les politiques macroéconomiques étaient très strictes et ont transformés les problèmes financiers en une récession économique. L'augmentation des taux d'intérêt a augmenté le service de la dette des entreprises locales. Ainsi, la crise financière s'est propagée des entreprises qui avaient contracté des prêts en devises aux entreprises qui s'étaient endettées en monnaie locale. Le système bancaire a également été affecté par une augmentation des prêts non performants et certaines banques ont eu de graves problèmes de liquidité. La demande des ménages a baissé avec l'augmentation des taux d'intérêt sur les prêts à la consommation. La détérioration des performances des entreprises a contribué à la dégradation de la situation du marché boursier, ce qui a affecté la position des entreprises, des banques et la demande des consommateurs. Le PIB réel est passé d'une augmentation de 7,7% en 1997 à une baisse de 6,7%[470] en 1998[471].

La détérioration de la situation économique a eu des conséquences négatives sur la confiance des investisseurs, sur la valeur de la monnaie, sur le marché boursier ainsi que sur les fuites de capitaux. Les Malaisiens - attirés par taux d'intérêts élevés offerts par les banques des pays voisins tel que Singapour sur les comptes libellés en ringgit malais – ont transféré leur épargne à l'étranger. En Septembre 1998, les autorités Malaisiennes ont imposé des contrôles sur les transactions financière, ont fixé le taux de change à 3,80 ringgit pour 1 dollar américain (un taux qui représente une appréciation de 10% par rapport au taux qui était adopté dans la période qui a précédé les contrôles des capitaux) et ont baissé les taux d'intérêt.

[470] Voir annexe 3 pour plus d'information sur le PIB de la Malaisie.
[471] Bank Negara Malaysia Annual Report, 1998, p.236.

4.1 - La réforme Malaisienne: une stratégie alternative à l'intervention du FMI

Avec la détérioration de la situation économique et du secteur financier, le gouvernement a décidé d'adopter une autre stratégie économique. Cette nouvelle stratégie n'a pas été adoptée en une seule fois, mais étape par étape selon l'évolution de la situation.

Tout d'abord, sur le plan institutionnel, le NEAC (*National Economic Action Council*) a été créée en Janvier 1998 pour prendre en charge la gestion globale de la crise économique – qui était gérée auparavant par le ministère des Finances. Le NEAC était présidé par le Premier ministre et composé de plusieurs ministres fédéraux, des ministres du gouvernement, de plusieurs organismes gouvernementaux et des représentants de l'industrie. Il avait un comité exécutif dirigé par le Premier ministre et qui comprenait le vice-Premier ministre, le ministre des Finances, le directeur exécutif du Secrétariat du NEAC et certains hauts fonctionnaires y compris le Gouverneur de la Banque Centrale, le directeur général de la cellule de planification économique et le secrétaire général du Trésor. Un nouveau secrétariat du NEAC a été établi dans le département du Premier ministre, avec un directeur exécutif et un personnel à plein temps provenant de la cellule de planification économique (le principal organisme de planification). Le NEAC comprenait aussi un groupe de travail de cinq personnes provenant des entreprises et des milieux universitaires.

Le NEAC était l'élément central et structurel du modèle de gestion de la crise malaisien. Il a élaboré une stratégie à moyen terme pour faire face à la crise en surveillant tous les aspects de l'économie et en prenant ses décisions sur une base journalière. Le comité exécutif du NEAC présidé par le Premier ministre s'est réuni tous les jours pendant plusieurs heures pour recevoir les commentaires sur la mise en œuvre et les effets des décisions politiques et pour décider de nouvelles mesures. Le NEAC a également été capable de prendre des décisions d'une manière coordonnée entre les différents ministères (les décisions étaient prises auparavant sans consultation entre les différents ministères).

Après la création du NEAC en Janvier 1998, le directeur exécutif, le groupe de travail et le Secrétariat ont procédé à des consultations intensives sur plusieurs mois avec les représentants de nombreux secteurs économiques, commercial, financier et sociaux et avec certaines organisations non gouvernementales afin de déterminer leurs problèmes et d'obtenir leurs points de vue et des suggestions.

Un plan national de redressement économique a ensuite été élaboré et lancé le 23 Juillet 1998. Ses objectifs étaient de 1) stabiliser la monnaie, 2) restaurer la confiance du

marché, 3) maintenir la stabilité du marché financier, 4) renforcer les fondamentaux économiques et 5) revitaliser les secteurs touchés par la crise. Le plan couvrait également des aspects structurels et institutionnels, y compris la recapitalisation du secteur bancaire, la gestion des prêts non performants, et la restructuration de la dette des entreprises[472].

Diverses mesures ont été prises entre Janvier et Juin 1998 visant à inverser la contraction économique causée par les politiques monétaires et budgétaires qui ont été introduites vers la fin de 1997. Le 1er Septembre 1998, le Premier ministre Dr Mahathir Mohamad a annoncé des mesures relatives à la monnaie et à la mobilité des flux de capitaux. Ces mesures visaient à 1) stabiliser la valeur de la monnaie locale (comme indiqué auparavant, en adoptant en taux de change fixe par rapport au dollar américain); 2) prévenir les attaques spéculatives sur le ringgit et le marché boursier (en interdisant l'échange du ringgit et des actifs libellés en ringgit sur les marchés internationaux); et 3) à réduire les fuites de capitaux (en appliquant des contrôles sélectifs sur les mouvements de capitaux).

Mussa (2000)[473] indique que le contrôle des flux de capitaux est considéré comme une mesure préventive visant à empêcher une accumulation de la dette à court terme, en particulier dans les pays à faible revenu qui n'ont pas la capacité de mettre en place des régimes de surveillance financière adéquats. Selon Mussa « la libéralisation des flux de capitaux internationaux, en particulier les flux de crédits à court terme, peut être dangereuse pour les pays ayant des politiques macroéconomique inadéquates ou un système financier sous réglementé ». Mais l'utilisation du contrôle de capitaux comme mesure de résolution de la crise reste très controversée. La deuxième génération de modèles sur les crises monétaires indique qu'un pays peut être confronté à une panique des créanciers et à un épuisement des réserves de change même si ses fondamentaux économiques sont solides. Dans une situation pareille, une suspension temporaire de la convertibilité du compte financier peut stopper les fuites des capitaux et permet aux décideurs politiques de prendre les mesures nécessaires[474].

Le plan Malaisien comprenait des mesures visant à empêcher les transactions en ringgits Malaisiens sur les places financières extérieures et à limiter les possibilités de sortie de capitaux. Cet aspect sera développé dans 4.3.

---

[472] Economic Planning Unit, "*National Economic Recovery Plan: Agenda for Action*". Prime Minister's Department, Kuala Lumpur, 1998. Disponible sur: http://www.pmo.gov.my/.

[473] Mussa M., *"Factors Driving Global Economic Integration,"* in Hole J., "Global Opportunities and Challenges", IMF Working Paper, August 2000.

[474] Krugman P., "Capital Control Freaks-- How Malaysia got away with economic heresy", Sept. 27, 1999. Disponible sur: http://slate.msn.com/Dismal/99-09-27/Dismal.asp.

4.2 Eléments de la stratégie alternative de la Malaisie

La stratégie alternative de la Malaisie comportait plusieurs aspects qui ont été mis en place étape par étape selon l'évolution de la crise. Elle comprenait les éléments suivants:

- Les politiques macroéconomiques de base: les taux d'intérêt, la politique monétaire, la politique budgétaire et un plan de financement. Ces mesures ont été essentielles pour empêcher la détérioration de la situation économique et pour le redressement économique;
- La stabilisation du taux de change. Ceci était indispensable pour éviter une autre dévaluation de la monnaie, permettre la mise en œuvre des politiques macro-économiques et prévenir un défaut de paiements de la dette extérieure;
- L'interdiction des transactions en ringgits Malaisiens sur les places financières extérieures afin d'empêcher les attaques spéculatives par les étrangers;
- La régulation des flux de capitaux en particulier les sorties de capitaux à court terme. Les mesures comprenaient un moratoire d'un an avant que les investisseurs étrangers ne puissent rapatrier leurs fonds investis dans le marché boursier et leurs actifs financiers libellés en ringgit. Des restrictions ont été également imposées sur les transferts de capitaux par les citoyens et les entreprises. Les restrictions ne s'appliquaient pas aux flux de capitaux relatifs aux investissements étrangers directs, ni au commerce;
- Le maintien de la stabilité financière par la décision de ne pas fermer les institutions financières en difficulté et l'annonce que le gouvernement garantira les dépôts des banques et des sociétés de financement en difficulté;
- La restructuration et la recapitalisation des banques et des entreprises afin de stimuler la reprise économique;
- Le soutien des différents secteurs économiques touchés par la crise;
- Le maintien de certaines politiques économiques et sociales, en particulier la réglementation de la propriété étrangère des actifs financiers, les subventions et le contrôle des prix ainsi que les politiques relatives à la répartition et l'équilibre entre les communautés ethniques locales.

Nous allons maintenant développer ces éléments et voir leurs effets sur le redressement de l'économie Malaisienne.

Réduction des taux d'intérêt. Au cours de la première année de la crise, les taux d'intérêts sur les prêts ont dépassé 25%, ce qui a aggravé les problèmes des entreprises. Le

taux d'intervention de 3 mois de la Banque Centrale a été réduit de 11% fin Juillet 1998 à 6% le 3 Mai 1999. Selon la Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement (CNUCED)[475] «après l'introduction des contrôles sur les flux de capitaux, les taux d'intérêt ont été réduits tout au long de 1999 pour atteindre environ 3% en Décembre contre 5% en Thaïlande, 6,7% en Corée du Sud et 13% en Indonésie». Les taux sur les prêts bancaires ont été réduits de 12,3% en Juin 1998 à 7,75% en Décembre 1999.

Politique monétaire expansionniste: quand la crise a débuté, les flux de crédits se sont ralentis. Le gouvernement a pris des mesures pour accroître la liquidité du système bancaire et a ensuite encouragé les banques à augmenter les crédits au secteur privé. Le gouvernement a réduit la garantie des dépôts des banques de 13,5% à 10% en Février 1998, à 8% en Juillet 1998 et à 4% en Octobre 1998. Le gouvernement a également fixé aux banques un objectif d'accroissement de leurs prêts de 8% en 1999. Pour alléger la pression sur les banques, le gouvernement a également ramené le seuil des prêts non performants à six mois de retard de paiements (au lieu du critère de 3 mois, critère qui a été introduit après l'éclatement de la crise).

La politique budgétaire expansionniste. La politique budgétaire stricte mise en place après le déclenchement de la crise - qui avait prévu de réduire les dépenses publiques de 18% en Décembre 1997 - a été inversée. En Juillet 1998, une nouvelle politique budgétaire a été annoncée, impliquant des dépenses supplémentaires de 7 milliards de ringgit alloués à l'agriculture, au logement, à l'éducation, à la santé et au développement rural. La somme de 5 milliards de ringgit a été aussi allouée au financement des projets d'infrastructure. Le gouvernement fédéral avait un excédent budgétaire équivalent à 0,8% du produit national brut (PNB) en 1996, et de 2,5% du PNB en 1997. Compte tenu des mesures expansionnistes, cet excédent s'est transformé en un déficit budgétaire de 1,8% en 1998, de 3,2% en 1999 et de 5,5% en 2001[476].

La fixation du taux de change. La stabilisation du taux de change était l'objectif le plus important. Le NEAC a étudié les expériences de nombreux pays et a adopté un régime de change fixe. En d'autres termes, la valeur de ringgit a été fixée par rapport au dollar américain. Ceci n'est pas possible dans un système de Currency Board[477] adopté par quelques

---

[475] UNCTAD, *Trade and Development Report*, New York and Geneva, 2000, p.57.
[476] Bank Negara Malaysia, "Annual Report", 2002.
[477] Un système de currency board se caractérise par une autorité monétaire qui émet une monnaie entièrement gagée sur des réserves de change. La monnaie émise étant alors convertible à un taux de change fixe par rapport à une monnaie de référence. Le régime de change est fondé sur un engagement de convertibilité automatique de la monnaie nationale dans une devise étrangère (qui remplit le rôle d'étalon de référence). Les autorités monétaires sont assignées au rôle de tenancier d'une caisse de dépôt, véritable consigne de l'étalon de référence.

autres pays asiatiques, parce que dans ce système l'offre de monnaie du pays est liée au niveau des réserves en devises du pays. Dans le système Malaisien, ce lien n'existe pas. Le taux de change a été fixé à 3,80 ringgit pour 1 dollar américain parce que c'était le taux à l'époque où le Premier ministre a annoncé l'adoption d'un régime de change fixe en Septembre 1998. La Banque Centrale utilise ce taux de change dans ses relations avec les banques commerciales et les autres établissements financiers agréés, qui sont tenus d'utiliser le même taux de change avec le public. Ce taux ringgit/dollar est resté inchangé depuis son adoption[478]. Le gouvernement a annoncé à plusieurs reprises son intention de s'en tenir au même régime aussi longtemps que possible, si ceci ne cause pas une surévaluation ou une sous-évaluation du ringgit qui pourrait affecter la compétitivité des exportations. Jusqu'à présent, il n'y avait pas de marché noir ou un commerce parallèle à un taux différent en Malaisie. Quand la Malaisie a fixé la valeur du ringgit par rapport au dollar , les analystes internationaux ont prévu que ce régime de change fixe se traduirait par un désalignement et un marché noir. Ceci n'a pas été confirmé, au moins jusqu'à maintenant[479]. La fixation du taux de change était importante pour la stabilisation de la situation financière. Elle a permis au gouvernement d'adopter des politiques monétaires et budgétaires sur la base de leurs valeurs propres sans être limité par les craintes d'une dévaluation de la monnaie. Ce régime permet également de réduire la possibilité d'attaque spéculative sur la monnaie. Comme l'a déclaré le Premier ministre lors de l'introduction de mesures en Septembre 1998[480]: « Avec l'introduction du contrôle des changes, il sera possible de distinguer les taux d'intérêts et le taux de change. Nous pouvons réduire les taux d'intérêts et empêcher les spéculateurs de dévaluer notre monnaie. Nos entreprises vont être relancées». Il a ajouté que le pays ne serait pas affecté par d'autres événements extérieurs comme la crise en Russie.

Des mesures ont été prises par le gouvernement malaisien visant à empêcher les transactions en ringgits sur les places financières extérieures et à rapatrier dans le pays une grande quantité d'actifs financiers libellés en ringgit qui étaient détenus à l'étranger par les banques étrangères et les autres institutions. Les mesures étaient composées principalement de la non-reconnaissance ou de la non-acceptation de ces actifs dans le pays après l'expiration d'un délai d'un mois, c'est-à-dire que les institutions financières Malaisiennes n'étaient pas autorisées à accepter l'entrée de ces actifs après cette date limite. Cette mesure avait

---

Ainsi, comme son nom l'indique, un currency board est *stricto sensu* une caisse d'émission. Source: http://phare.univ-paris1.fr/pdf/currency%20board%20en%20Argentine1.pdf

[478] Le 13 mars 2009: 1 dollar américain = 3,68219 ringgit. Source: http://www.oanda.com/convert/classic

[479] Mussa M., *"Factors Driving Global Economic Integration,"* in Hole J., "Global Opportunities and Challenges", IMF Working Paper, August 2000, p.75.

[480] Ibid, p.83.

également pour effet de mettre un terme aux transactions en ringgits et aux transactions portant sur des actifs libellés en ringgit sur les places financières extérieures. Ceci visait à empêcher une attaque spéculative sur le ringgit dans laquelle les spéculateurs utiliseraient ces ringgits et ces actifs libellés en ringgit pour attaquer la monnaie Malaisienne. Les spéculateurs avaient des ringgits dans les banques étrangères à l'étranger et avaient des montants correspondants dans les banques en Malaisie.

4.3 Le contrôle des flux de capitaux

Etant donné l'importance de cette mesure dans la résolution de la crise financière en Malaisie nous allons examiner plus spécifiquement cet aspect de la stratégie alternative de la Malaisie.

Plusieurs mesures ont été introduites le 1er Septembre 1998 afin de réglementer les fuites de capitaux. Ces mesures stipulaient que[481]:

- Les non-résidents qui détenaient des actions de sociétés cotées dans la bourse locale devraient conserver les actions ou les recettes de la vente d'actions pour une période minimale d'un an à compter de la date d'achat. Les objectifs de cette mesure étaient de décourager les spéculations étrangères à court terme sur le marché boursiers et d'empêcher les fuites de capitaux au moins pendant une période d'un an;
- Les facilités de crédit locaux aux banques non résidentes et aux sociétés de courtage non résidentes ne seraient plus autorisées (auparavant des crédits locaux de 5 million de ringgit étaient autorisés);
- Des conditions seraient imposées sur les opérations et les transferts de fonds libellés en ringgit vers des comptes extérieurs, y compris ceux détenus par des non résidents. Les transferts entre comptes extérieurs détenus par des sociétés non résidentes et des personnes résidant en dehors de la Malaisie seraient soumis à une approbation préalable indépendamment de leur montant (ces transferts étaient entièrement libre auparavant). Les transferts des comptes externes vers les comptes de résidents nécessiteraient aussi une approbation après le 30 Septembre 1998;
- Les voyageurs résidents seraient autorisés à importer un maximum de 1 000 ringgits seulement (il n'y avait auparavant aucune limite sur le montant des devises étrangères

[481] Ariyoshi A. et al., *"Country Experiences with the Use and Liberalization of Capital Controls"*, IMF Working paper, ed IMF Washington, 2002, p.35-52.

importé) et à exporter 1 000 ringgits et l'équivalent de 10 000 ringgits en devises étrangères;

- Sauf pour les paiements des importations de biens et de services, les résidents seraient autorisés à effectuer des paiements aux non-résidents d'une valeur allant jusqu'à 10 000 ringgits ou son équivalent en devises étrangères (auparavant la limite était fixée à 100 000 ringgits);
- Les investissements à l'étranger par les résidents et les paiements au titre de la garantie à des fins commerciales nécessiteraient une approbation;
- Les exportations seraient uniquement payables en devises » (le paiement pouvait auparavant s'effectuer soit en devise étrangère soit en ringgit);
- Les résidents auraient besoin d'une approbation préalable afin d'effectuer les paiements aux non-résidents à des fins d'investissement à l'étranger pour des montants dépassant l'équivalent de 10 000 ringgit en devises étrangères;
- Les résidents ne seraient pas autorisés à obtenir des non résidents des facilités de crédit libellées en ringgit.

Il convient également de noter le maintien de la loi qui était en vigueur avant l'éclatement de la crise et qui interdisait aux entreprises locales d'obtenir des prêts libellés en devises de l'étranger. Le contrôle des capitaux était sélectif dans la mesure où il portait sur les mouvements de capitaux. Dans le cas des étrangers, le contrôle a essentiellement porté sur certains aspects de l'investissement de portefeuille. En général, la conversion du ringgit en devises était possible à des fins commerciales (recettes d'exportation et paiements des importations), pour les IDE et pour le rapatriement des capitaux liés aux IDE et des dividendes détenus par les non-résidents. Dans le cas des résidents locaux, le contrôle des capitaux a couvert une large gamme d'activités et la prévention de la fuite des capitaux était aussi importante que les contrôles imposés sur les fonds appartenant aux étrangers. Toutefois, il n'y avait pas de contrôle sur la convertibilité de la monnaie détenue par les résidents locaux à des fins de commerce. La convertibilité jusqu'à une certaine limite a également été autorisée à d'autres fins telles que le financement de l'éducation des enfants à l'étranger. Mais la convertibilité à des fins diverses non directement liées au commerce était interdite ou limitée.

Les mesures du contrôle des capitaux ont été modifiées et assouplies par la suite. Avec effet à partir du 15 Février 1999, l'exigence que les étranger conservent dans le pays pendant un an les recettes de la vente d'actifs libellés ringgit a été remplacée par une taxe de sortie ou un prélèvement sur les actifs appartenant à des étrangers. Pour les capitaux apportés en

Malaisie avant le 15 Février 1999, une taxe de sortie a été imposée sur les bénéfices rapatriés par les étrangers aux taux suivants: 30% pour une période de maturité de 7 mois, 20% pour une période de maturité de 9 mois, 10% une période de maturité de 12 mois et 0% pour une période de maturité supérieure. En ce qui concerne les capitaux apportés après le 15 Février 1999, une taxe de sortie a été imposée sur les bénéfices rapatriés par les étrangers aux taux suivants: 30% pour une période de maturité de moins de 12 mois et 10% pour une période de maturité supérieure à 12 mois. Un autre amendement a été mis en place le 21 Septembre 1999. Indépendamment du moment où le capital a été apporté, la taxe de sortie était de 10% sur les bénéfices rapatriés par les étrangers. Le 1er Mai 2001, cette taxe de sortie de 10% a également été supprimée.

4.4 - Restructuration du système financier et de la dette des entreprises.

La crise a déstabilisé le système bancaire et financier. Comme les entreprises locales et les consommateurs avaient des difficultés à honorer leurs prêts en raison de l'augmentation des taux d'intérêt, de la forte dépréciation de la monnaie et de la récession de l'économie réelle, l'incidence des prêts non productifs sur les banques a fortement augmenté. Fin 1997, le NEAC a estimé que les prêts non performants seraient de 74 milliards de ringgits (15,5% du montant total des prêts) fin 1998 et devraient s'élever à 100 milliards de ringgits (19,7%) à la fin de 1999.

Des mesures ont été prises pour faire face à ces problèmes. Tout d'abord, afin de rétablir la confiance dans le système bancaire, le gouvernement a garanti les dépôts et décidé de ne pas fermer les établissements en difficulté. Deuxièmement, trois agences spécialisées ont été créées: Danaharta, une société de gestion d'actifs qui avait pour mission la gestion des prêts non performants; Danamodal, une agence spéciale dédié à la recapitalisation des institutions financières en difficultés; et le CDRC (*Corporate Debt Restructuring Committee*), un comité de restructuration de la dette des entreprises. Ces trois organismes ont travaillé ensemble pour essayer de résoudre les problèmes interdépendants d'une façon coordonnée.

En raison de la dégradation de la confiance du public dans les institutions financières locales, de nombreux épargnants ont commencé, fin 1997, à transférer leurs actifs des banques locales aux banques détenues par les étrangers en Malaisie et à l'étranger. Pour éviter une éventuelle faillite de certaines des banques, le gouvernement a annoncé qu'il allait garantir les déposants de fonds dans les banques commerciales et dans les sociétés de

financement. Ceci a restauré la confiance des déposants. Le gouvernement a également décidé de ne pas ordonner la fermeture systématique de n'importe quelle banque commerciale ou société de financement ayant des difficultés financières. Des mesures ont été prises pour rétablir leur viabilité ce qui a permis de maintenir la confiance du public dans le système financier. Examinons maintenant le rôle de chacune de ses agences spécialisées.

Danaharta. Cette société détenue par l'Etat a été créée en Juin 1998 pour acheter ou prendre en charge les prêts non performants du système bancaire; gérer et restructurer les prêts et les actifs acquis; maximiser la valeur des actifs acquis. Le financement initial de Danaharta qui était de 13,2 milliards de ringgits provenait principalement d'obligations émises à la vente par des établissements bancaires (8,2 milliards de ringgits), de la contribution du gouvernement (3 milliards de ringgits) et des emprunts du gouvernement (2 milliards de ringgits). Fin 2000, Danaharta avait pris en charge plus des prêts non performants d'une valeur de 47.5 milliards de ringgits[482]. Les prêts viables ont été restructurés et les prêts étrangers ont été vendus. En raison de ses activités, les prêts non performants du système bancaire ont totalisé 13% du total des prêts en avril 1999. Ce taux était bien au-dessous des attentes du marché qui croyait que les prêts non performants seraient de 20% ou 30%.

Danamodal. Cet organisme a été créé en août 1998 comme une filiale de la Banque Centrale avec l'objectif de la recapitalisation des institutions financières qui avaient des problèmes financiers ou une capitalisation insuffisante. Ses fonctions étaient d'évaluer les besoins de recapitalisation des banques, d'entreprendre le processus de recapitalisation, de restructurer les institutions concernées et de suivre leur performance. Danamodal a levé des fonds de 10,7 milliards de ringgits pour réaliser ses objectifs: 7,7 milliards de ringgits provenaient de l'émission de ses obligations et 3 milliards de ringgits provenaient de la Banque Centrale. À la mi-1999, Danamodal avait injecté 7,59 milliards de ringgits pour aider la recapitalisation de dix institutions financières. L'injection de fonds a pris la forme de prêts subordonnés convertibles (PSC). Sur les 7,59 milliards injectés dans ces dix institutions financières, un total de 3,9 milliards de ringgits a été remboursé par sept institutions. Dans les trois autres institutions, les PSC ont été transformés en actions ordinaires (2,6 milliards de ringgits) en obligations subordonnées (500 millions de ringgits) le reste étant conservé sous la forme de PSC (1,1 milliards de ringgits)[483]. Le travail mené par Danamodal a contribué à la recapitalisation et à la relance de plusieurs établissements en difficulté en prévenant des

[482] Mahani Z.A., "*Rewriting the Rules: The Malaysian Crisis Management Model*", ed Prentice Hall, Kuala Lumpur, 2002: p.150.
[483] Ibid, p.157-169.

situations qui auraient pu conduire à la fermeture de certains d'entre eux. Le montant des fonds publics utilisés par Danamodal a été relativement faible car la plupart de son financement s'est effectué par le biais de ses propres obligations et plus de la moitié des prêts ont été remboursés par les institutions financières recapitalisés. En outre, le taux de rendement sur les investissements de Danamodal ont été de 7,5% pour les PSC, de 12% pour les actions ordinaires et de 10% pour les prêts subordonnés[484].

CDRC. Cet organisme a été créé en Juillet 1998 pour gérer les dettes des grandes entreprises en créant pour les créanciers et les emprunteurs un forum sur la restructuration de la dette par le biais d'accords volontaires. Son comité de pilotage était composé du ministère des Finances, des responsables de la Banque Centrale et des représentants des services juridiques, comptables et bancaires. Plus tard, des représentants des banques créancières ont rejoint le comité. Le processus comportait quatre phases: une première réunion entre les débiteurs et les créanciers pour qu'ils s'entendent sur un status-quo temporaire informel et la nomination d'un comité des créanciers; la nomination de consultants afin d'examiner le statut de l'entreprise et de recommander des mesures; la conclusion d'un accord formel et l'acceptation des plans de restructuration; et enfin la présentation de l'avancement des négociations au comité de pilotage par le comité des créanciers. Le CDRC a commencé son travail lentement et il a du faire face à certains défis notamment le fait que, contrairement à Danaharta et Danamodal, il n'avait pas de pouvoirs légaux de sorte que les accords étaient de nature volontaire. Cependant, au cours des années, le CDRC a accompli un nombre important de ses taches. À la mi-2001, 73 candidatures avaient été reçues des sociétés pour la restructuration de la dette. Parmi elles, 21 ont été retirées ou rejetés (principalement parce que ces entreprises étaient non viables) et 9 ont été transférées à Danaharta. Les 43 autres cas portaient sur une dette de 38 milliards de ringgit. Parmi ces 43 cas, 33 cas impliquant une dette de 28 milliards de ringgits ont été traités et deux autres cas impliquant une dette d'un milliard de ringgits ont été résolus avec l'aide de Danaharta, laissant en suspens 8 cas avec une dette de 9 milliards de ringgits. Le CDRC a été en mesure de procéder à des restructurations concernant la dette de plusieurs grandes entreprises. Mais son travail a été limité par le fait qu'il a accepté les dossiers des entreprises qu'il a jugé viables en ne traitant que celles qui avaient une dette supérieure à 50 millions de ringgits. Ainsi, le CDRC a traité uniquement avec les grandes entreprises avec de grosses dettes, tandis que les petites entreprises qui avaient besoin d'une restructuration ont été laissées de côté[485].

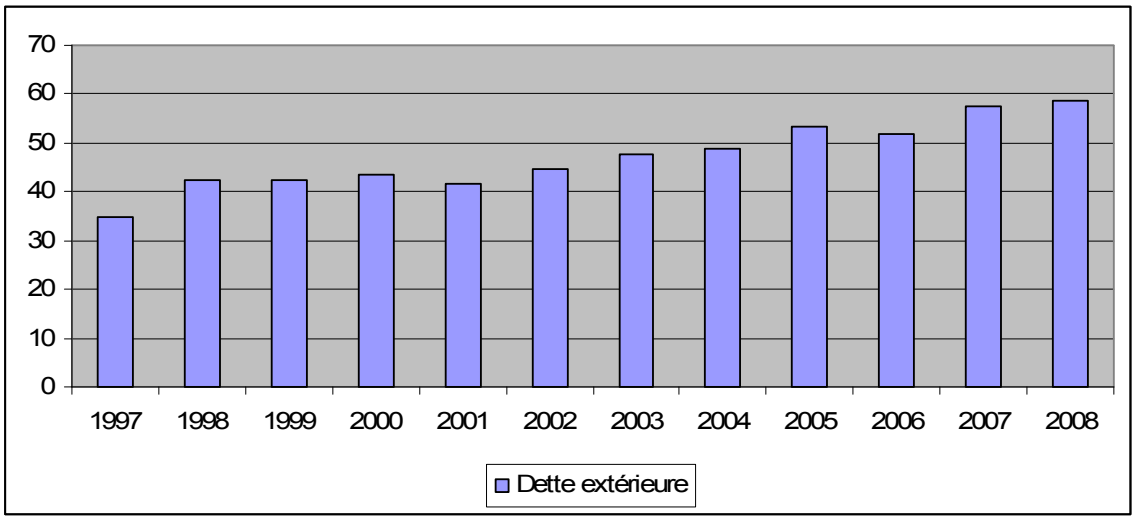
[484] Ibid, p.165.
[485] Ibid, p.170 -173.

4.5 - La dette de la Malaisie

La dette extérieure. La politique de gestion de la dette de la Malaisie, guidée par les garanties et par un système de surveillance efficace, a permis au pays de conserver une situation gérable de la dette extérieure. La dette totale extérieure a légèrement diminué de 0,4% pour atteindre 160,5 milliards de ringgit à la fin de 1999, reflétant la réduction de la dette à court terme ainsi que de la dette extérieure à long terme du secteur privé. Le montant total de la dette était équivalent à 42,3 milliards de dollars américains en 1999 par rapport à 42,4 milliards de dollar en 1998.

Figure 11 - Dette extérieure de la Malaisie (1998-2008)

(En milliards de dollars américains)



Source : CIA World Factbook - Version du Janvier 1, 2008. https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/

L'amélioration de la situation de la dette en 1999 se reflète dans la baisse du ratio dette extérieure par rapport au PIB et aux exportations de 57% et 43% respectivement. La dette extérieure du gouvernement, bien qu'elle ait progressé en 1999, ne représentait que 11,4%[486] du total de la dette extérieure alors que la dette des entreprises publiques non-financières était de 36,5%. Le solde était détenu par les entreprises privées ; une part importante de la dette des entreprises privées était détenue par des entreprises contrôlées par mes non-résidents (54%). Depuis la dette extérieure totale a légèrement augmenté pour atteindre 48,8 milliards de dollars en 2004 soit une augmentation de 2,9% par rapport à 1999[487].

[486] 18 821 milliards de ringgits / 161 065 milliards de ringgits (voir tableau 23).
[487] Athukorala P., *Malaysia*, in Ross H.M. and Ross G., "East Asia in Crisis: from being a miracle to needing one?", ed Routledge, London, 2007, p.50-82.

En 2005, le total de la dette extérieure a augmenté de 9,3% par rapport à 2004 (53,4 milliards de dollars). Les emprunts nets à moyen et à long terme du secteur privé et des entreprises publiques non-financière ont baissé d'un peu plus de 1 milliard de dollars américains. La dette à court terme a légèrement diminué, de même que la dette extérieure du gouvernement, à 8,9 milliards de dollars soit 22,1% du total de la dette extérieure à moyen et à long terme. En 2007, la dette publique s'élevait à 42,8% du PIB, une légère augmentation par rapport 2006.

Nous allons dans la suite analyser la structure de la dette extérieure de la Malaisie[488]. En 2003, l'encours total de la dette extérieure a légèrement augmenté de 0,9% à 187,2 milliards de ringgits soit 49,3 milliards de dollars américains. Cette augmentation reflète principalement un emprunt du secteur privé et une réévaluation de la perte de change résultant de l'affaiblissement du dollar américain.

Tableau 23 Structure de la dette extérieure de la Malaisie (1997-2008)

(En milliards de ringgit)

L'encours de la dette publique extérieure								
Fin de Période	Dette totale	Dette à moyen et à long terme				Dette à court terme		
		Gouvernement	EPNF	Secteur privé	sous-total	Secteur bancaire	Secteur non bancaire	sous-total
1997	170 757	12 952	52 467	62 081	127 500	32 276	10 981	43 257
1998	169 956	14 924	51 220	67 991	134 136	20 339	15 481	35 820
1999	162 133	18 369	57 021	64 315	139 706	12 661	9 766	22 427
2000	161 065	18 821	59 566	65 077	143 465	9 271	8 329	17 626
2001	173 419	24 326	67 415	57 604	149 346	11 926	12 147	24 072
2002	185 643	362 283	64 330	52 974	153 587	21 894	10 162	32 055
2003	187 250	37 284	59 558	55 946	152 788	24 597	9 865	34 462
2004	193 087	34 907	58 304	56 530	149 741	34 623	8 723	43 346
2005	197 698	30 000	56 233	64 513	150 746	38 871	8 082	46 953
2006	184 505	25 005	50 378	66 322	141 704	28 812	13 988	42 800
2007	187 445	19 602	41 854	71 521	132 978	42 134	12 334	54 468
2008	235 640	20 316	59 640	75 672	155 628	72 153	7 859	80 012

Source: données constituées à partir des données siponible sur le Treasury and Bank Negara Malaysia. http://www.bnm.gov.my/files/publication/msb/2009/1/xls/7.11.xls

La dette extérieure du secteur public, comprenant le gouvernement fédéral et les entreprises publiques non financières (EPNF) a baissé en 2003 en raison d'un remboursement des paiements anticipés sensiblement plus élevé. Le ratio de la dette extérieure par rapport au PIB et celui des exportations de biens et de services par rapport au PIB se sont améliorés

[488] Treasury and Bank Negara Malaysia, "Financial Statements", various issues. Statements available on the following link: http://www.bnm.gov.my/files/publication/msb/2009/1/xls/7.11.xls

passant 50,7% et 40,4% respectivement (2002: 55,3% et 44,3% respectivement). Par conséquent, le ratio du service de la dette globale a baissé pour atteindre 6,1% en 2003 (2002: 6,7%). La part de la dette à court terme par rapport à la dette totale a continué à rester faible, ne représentant que 18,4% du total de la dette extérieure en 2003. Le ratio de la dette à court terme par rapport aux réserves de change s'est également amélioré passant à 20,2% par rapport à 24,4% fin 2002.

L'encours à moyen et à long terme de la dette extérieure s'est maintenu à 152,8 milliards de ringgits soit 40,2 milliards de dollars américains fin 2003 (153,6 milliards de ringgits fin 2002). Le remboursement de prêts à moyen et à long terme a augmenté de 25,1%. Pour la première fois depuis 1992, le secteur public a enregistré une forte croissance nette du remboursement de la dette de 11 milliards de ringgit (2002: 4,7 milliards de ringgits) reflétant des remboursements nets à la fois par le gouvernement fédéral (3,7 milliards de ringgits) et en provenance des EPNF (7,3 milliards de ringgits). Pendant ce temps, la dette du secteur privé s'est inversée et a enregistré un emprunt net de 3,1 milliards de ringgits. Néanmoins, après prise en compte d'une perte de réévaluation de change de 4,1 milliards de ringgits suite à l'appréciation des principales devises, en particulier l'euro et le yen face au dollar américain, et après prise en compte d'un reclassement interne d'un prêt libellé en devises levé précédemment par banque offshore en tant que prêt extérieur, les prêts à moyen et à long terme ont légèrement baissé de 0,8 milliards de ringgit.

Mais en 2003, la dette extérieure à court terme (échéance d'un an ou moins) a augmenté de 2,4 milliards de ringgits pour atteindre 34,5 milliards de ringgits (soit 9,1 milliards de dollars) reflétant principalement l'augmentation des emprunts extérieurs par le secteur bancaire. L'essentiel de la dette à moyen et long terme a continué d'être libellé en dollar américain (stabilisé à 77% fin 2003), étant donné que les accords de commerce et d'investissement-s'effectuaient principalement en dollars américains. L'appréciation du yen et de l'euro en 2003 a abouti à une petite perte de réévaluation de change équivalente à 2,6% du total de la dette à moyen et à long terme. En 2003, la part de la dette libellée en yen a légèrement diminué passant à 13% par rapport à 14% en 2002. Ceci était du en partie à un remboursement d'un prêt libellé en yen par le gouvernement fédéral. Par ailleurs, la dette libellée en euro a légèrement augmenté passant à 5% par rapport à 4% en 2002. Les 5% restants de la dette étaient libellés dans d'autres monnaies internationales, notamment la livre sterling, le franc suisse et le dollar de Singapour.

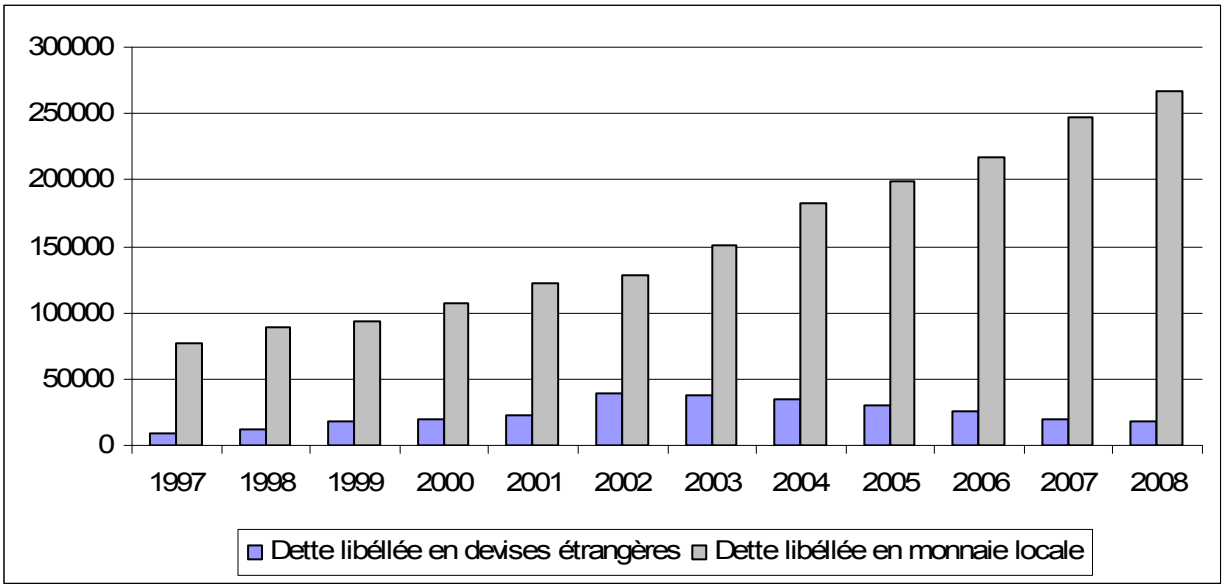
La consolidation budgétaire s'est poursuivie en 2005 – après l'abandon du régime de change fixe entre le Ringgit et l'USD au profit d'un taux libre (avec mécanismes de contrôle)

- principalement par une réduction nette des dépenses de développement. Les chiffres préliminaires indiquent que la balance budgétaire globale du gouvernement a enregistré un déficit de seulement 3,8% du PIB pour l'année par rapport à 4,3% du PIB en 2004. Les dépenses brutes de développement ont augmenté de 5,7% en 2005. Ces dépenses étaient consacrées aux services économiques, à la sécurité, et à l'administration générale. Comme dans le passé, le déficit global du gouvernement a été financé presque entièrement par des sources intérieures. Par conséquent, le total de la dette intérieure a augmenté de 207 milliards de ringgits (42,5% du PIB), tandis que la dette extérieure totale a baissé à 31,5 milliards de ringgits (6,5% du PIB). La situation financière des administrations publiques a montré un déficit de 3,6% du PIB, soit un déficit légèrement inférieur à celui enregistré en 2004 (-3,9% du PIB).

La dette publique Malaisienne. Entre 1990 et 1996, la dette publique de la Malaisie en pourcentage du PIB a diminué rapidement passant de 90% à environ 50%. Cette tendance s'est inversée avec la crise asiatique en 1997, lorsque le ratio dette/PIB a commencé à augmenter pour atteindre atteignant 70% en 2001.

Figure 12 La dette publique de la Malaisie (1997-2006)

(En Milliards de ringgits)



Source: Ministry of Finance, "Economic Report", various issues 1997-2008.
http://www.treasury.gov.my/index.php?option=com_content&view=category&id=73&Itemid=174&lang=en

Depuis 2002, la dette publique de la Malaisie en pourcentage du PIB a légèrement diminué. Une caractéristique intéressante de la dette publique de la Malaisie est la part importante de la dette libellée en monnaie locale pour toute la période (voir figure 12). Ceci

reflète le choix politique de s'appuyer principalement sur un financement intérieur non-inflationniste. Néanmoins, on a observé une légère augmentation de la part de la dette publique libellée en devises étrangère entre 1997 et 2002.

En ce qui concerne donc la structure de la dette publique, on observe deux périodes principales: la période 1991-1996 dans laquelle la dette publique a diminué rapidement, et la période qui a suivi la crise asiatique (1997-2004) au cours de laquelle la dette publique de la Malaisie en pourcentage du PIB a augmenté.

Tableau 24 Structure de la dette publique en Malaisie
(En pourcentage du PIB)

Structure de la dette publique	1991-04	1991-96	1997-04
Variation de la dette publique	-24,4	-41,1	19,9
Déficit primaire (- surplus)	-66,1	-32,3	-32,0
Privatisation	22,9	-3,3	26,2
Contribution de la croissance du PIB réel	-51,4	-37,3	-10,6
Variation du taux de change	5,6	-2,7	8,7
Autres facteurs	29,3	17,8	10,4

Source: Ministry of Finance, "Economic Report", various issues 1991-2004.
http://www.treasury.gov.my/index.php?option=com_content&view=category&id=73&Itemid=174&lang=en

Au cours de la période 1991 - 1996, la dette publique en pourcentage du PIB a baissé d'environ 41%. Les deux principaux facteurs à l'origine de cette baisse étaient les excédents budgétaires primaires (32,3%) et le taux important de la croissance réelle (37,3%). Dans le même temps, les taux d'intérêt réels (16,5%) et d'autres facteurs non identifiés (17,8%) - saisis dans les autres facteurs – ont contribué à la réduction de la dette. Au cours de la période 1997-2004, le ratio dette/PIB a augmenté d'environ 20%. À la mi-1997, la crise a également frappé la Malaisie. Par conséquent, après une décennie d'expansion économique rapide, la croissance s'est ralentie en 1997 et s'est contractée en 1998. Malgré la reprise économique rapide, la croissance réelle a contribué légèrement à la réduction de la dette au cours de cette période (11%). Bien que des excédents budgétaires primaires aient également contribué à la réduction de la dette (32%), la croissance et la politique fiscale stricte ne pouvaient pas compenser le coût élevé de la résolution de la crise qui a été marqué par la prise en charge des engagements du secteur privé (26%) et la prise en charge des engagements d'autres acteurs (à hauteur de 10,4%). Enfin, les pertes liées à la dépréciation du taux de change réel ont également contribué sensiblement à l'augmentation de la dette (8,7%).

En conclusion de ce chapitre, nous pourrons constater que les stratégies de sortie de crise étaient différente suivant les pays. Dans le chapitre suivant, nous allons essayer de mener une analyse comparative synthétique sur cette question.

Chapitre 3 - Analyse comparative des politiques économiques adoptées en Corée du Sud, la Thaïlande, l'Indonésie et la Malaisie après la crise financière de 1997: un essai de synthèse.

La crise économique asiatique de 1997 s'est déclenchée en Asie du Sud et s'est propagé à l'Asie du nord. Bien que chaque pays ait eu une structure économique différente et, par conséquent, ait pris différentes mesures économiques pour faire face à la crise, l'un des facteurs communs était la dépréciation de la monnaie et l'effondrement des marchés boursiers. L'instabilité du secteur financier a affecté l'économie; le commerce international a été perturbé; le taux de chômage et les taux d'intérêts ont augmenté et les investissements ont baissé. Des mesures devaient être prises pour améliorer l'ensemble du système économique étant donné que la dépression était devenue incontrôlable, grave et prolongée. Les gouvernements coréen, thaïlandais et indonésien ont adopté les plans du FMI et ont reçu un fonds de sauvetage mais le gouvernement malaisien a adopté un plan de redressement économique indépendant. Cette approche du gouvernement Malaisien montre l'importance de l'autosuffisance économique face à la crise financière. La Corée du Sud, la Thaïlande, l'Indonésie et la Malaisie ont montré des similitudes dans le processus de la crise financière mais de nettes différences dans les mesures économiques qu'ils ont adopté pour surmonter la crise.

Dans ce chapitre nous allons tout d'abord comparer le positionnement des quatre pays étudiés dans ce travail face au FMI. Nous étudierons dans un second point la Corée du Sud et la Malaisie dans la mesure où l'on peut considérer que ces deux pays avaient une réaction active gouvernementale forte face à la crise. Et ensuite l'Indonésie dans la mesure où le gouvernement de ce pays avait une action faible compte tenu des données structurelles politiques de ce pays. Enfin, nous allons comparer la dette de ces quatre pays entre juillet 1997 et fin 2007.

1 Les mesures adoptées pour faire face à la crise financière

La crise financière asiatique qui s'est déclenchée en Thaïlande en Juin 1997 a été traitée avec deux ensembles de mesures différentes. La Corée du Sud, l'Indonésie et la Thaïlande ont reçu un fonds de sauvetage du FMI et ont accepté ses conditions. La Malaisie a refusé de libéraliser davantage son marché financier et a pris des mesures pour contrôler les

flux de capitaux car elle a estimé que les mouvements brusques de capitaux à court terme avaient causé la crise. Ces pays présentaient des situations économiques différentes. Le tableau 25 montre les différentes mesures qu'ils ont adoptées par ces pays afin de surmonter la crise financière.

Tableau 25 - Les contre-mesures des pays et le soutien du FMI

		Le soutien du FMI et les politiques d'intervention	
		Soutien	**Refus du soutien**
Acceptation du soutien du FMI	Positive	Corée du Sud Thaïlande	Malaisie
	Passive	Indonésie	

Comme indiqué dans le tableau 25, ces mesures peuvent être classées comme suit[489]:

- La Corée du Sud et la Thaïlande ont reçu l'aide du FMI et ont appliqué les remaniements structurels des secteurs des entreprises et du secteur financier exigé par le FMI;
- L'Indonésie a reçu l'aide du FMI, mais elle n'a pas appliqué le programme du FMI en raison de la situation politique locale;
- La Malaisie a refusé l'aide du FMI et a pris ses propres mesures politiques.

Les mesures prises par la Corée du Sud, la Thaïlande, l'Indonésie et la Malaisie étaient différentes parce que leurs structures économiques, leurs dirigeants et leurs conditions sociales étaient différentes. La Corée du Sud, la Thaïlande et l'Indonésie visaient principalement à remédier au problème de la dette extérieure et à redresser la situation économique tandis que la Malaisie visait à renforcer la compétitivité de son industrie locale et à surmonter les pressions qui s'exerçaient dans le sens de l'ouverture de son marché financier.

La raison pour laquelle la Malaisie a adopté cette politique de contrôle des capitaux est que sa situation économique était différente de celle des autres pays asiatiques. Tout d'abord, la Malaisie était en meilleure condition de liquidité que la Corée du Sud, la Thaïlande ou l'Indonésie, comme le montre le tableau 26. Les devises détenues par la Malaisie étaient de 21,7 milliards de dollars américains à la fin de 1997 comparé aux 9 milliards de la Corée et de la Thaïlande. Le montant total de la dette étrangère de la Malaisie n'était pas aussi important que les trois autres pays. Deuxièmement, le ratio de la dette extérieure par rapport au PIB de la Malaisie était de 62,7%, comparé à 92,2% en Thaïlande et 58,7% en Corée du Sud. La

[489] Samsung Economic Research Institute, « IMF and Economic Structural Reform", ed Samsung Economic Research Institute, Seoul, 1997, p.1-30.

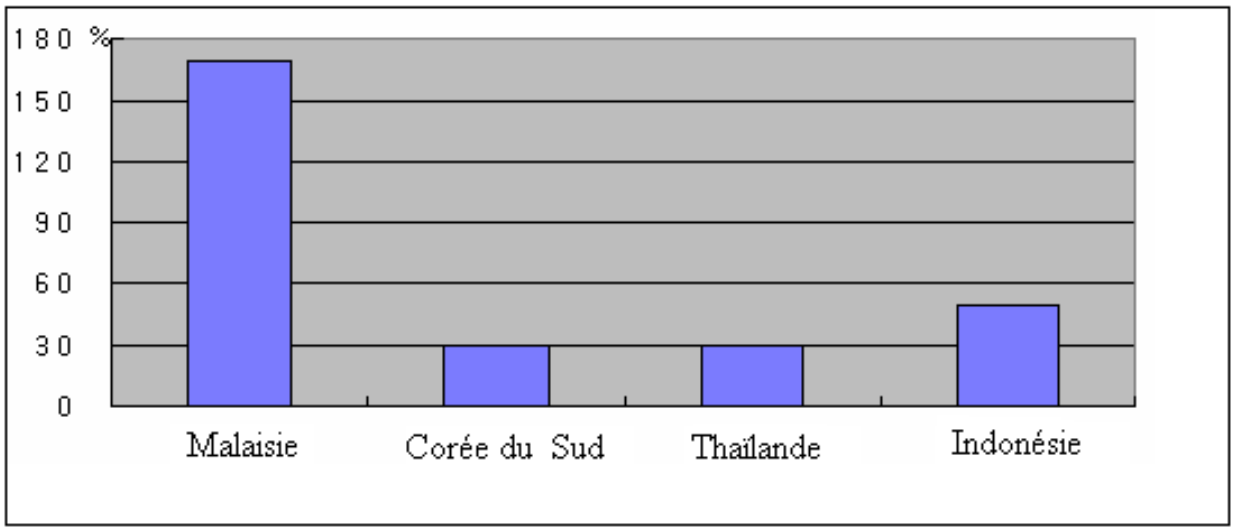
Malaisie avait une dette extérieure de 44,7 milliards de dollars américains (dont 28,5% à court terme), tandis que la Corée avait 154,4 milliards de dollars (dont 44,3% à court terme), et la Thaïlande 93,4 milliards dont 37,3% était à court terme (figure 13).

Tableau 26 - Situation des devises étrangères dans les quatre pays (fin 1997)

	Malaisie	Corée	Thaïlande	Indonésie
Solde du budget de l'Etat *(en % du PIB)*	2,4	-0,2	-1,0	-0,1
Réserves de change *(en milliards de dollar américain)*	21,7	8,9	9,0	16,6
Dette extérieure *(en milliards de dollar américain)*	44,7	154,4	93,4	108,7
Dette du secteur des entreprises	40,5	88,3	74	83,85
Dette à court terme	28,5	44,3	37,3	26,22
Ratio dette/ PIB *(en %)*	62,7	58,7	92,2	63,2
Ratio Devises détenues / dette à court terme *(en %)*	170	30	80	50

Source: IMF, *"World Economic Outlook",* ed IMF Washington, 1998.

Figure 13 Ratio réserves de change/dette à court terme des quatre pays asiatique



Source: IMF, *"World Economic Outlook",* ed IMF Washington, 1998.

Le ratio faible de la dette à court terme de la Malaisie signifie que la Malaisie était moins vulnérable à la crise financière. Les réserves de change de la Malaisie étaient égales à 1,7 fois sa dette extérieure à court-terme. Troisièmement, les pays asiatiques ont connu une forte augmentation des prêts depuis la fin de 1980. Au milieu de 1998, le montant total des crédits avait dépassé le total de la dette extérieure ce qui a conduit à l'accumulation des créances douteuses lorsque l'activité économique s'est ralentie.

Tableau 27: Les politiques mises en uvre par la Malaisie, la Corée du Sud, la Thaïlande et l'Indonésie

	Malaisie
Situation économique	▪ Problèmes de dette locale → problème de dette extérieure - Crise de crédit du marché de change - 170% de la dette à court terme était libellée en devises étrangères - Les prêts locaux représentaient 165% de la dette extérieure[490] - Ratio élevé des prêts par rapport à l'immobilier **Corée du Sud, Thaïlande et Indonésie** ▪ Problèmes de dette extérieure → problème de dette locale - Crise de liquidité et crise de la crédibilité du marché de change - 30% de la dette à court terme était libellée en devises étrangères - Les réserves de change étaient égales à 30% de la dette à court terme. - Le ratio prêts locaux / PIB était de 155-165%
Priorités politiques	**Malaisie** ▪ Mesures de relance de l'économie ▪ Baisser les taux d'intérêts > taux de change stable **Corée du Sud, Thaïlande et Indonésie** ▪ Restaurer la confiance dans les marchés coréen et thaïlandais ▪ Stabiliser la valeur de la monnaie > stabilité des taux d'intérêts
Politiques	**Malaisie** ▪ Politique indépendante – contrôle des flux de capitaux - Priorité sur l'expansion économique - Expansion monétaire - Politique de taux d'intérêts faibles - Réforme structurelle retardée **Corée du Sud et Thaïlande** ▪ Restaurer la confiance dans les marchés coréen et thaïlandais ▪ Stabiliser la valeur de la monnaie > stabilité des taux d'intérêts

Source: Tableau construit par l'auteur à partir des données des deux chapitres précédants.

Comme indiqué ci-dessus, la Malaisie avait une bonne condition relative en termes de devises étrangères et de dette à court terme. Toutefois, les créances douteuses ont commencé à augmenter. Par conséquent, la Malaisie a adopté une politique différenciée: la politique de contrôle des capitaux. En 1998, la situation s'est aggravée en Malaisie. Par conséquent, le premier ministre a reconnu que la Malaisie avait besoin de mesures qui stimulent l'économie plutôt que des politiques strictes comme celles adoptées en Corée, en Thaïlande et en

[490] Ariyoshi A. et al., *"Country Experiences with the Use and Liberalization of Capital Controls"*, IMF Working paper, ed IMF Washington, 2002, p.35-52.

Indonésie[491]. Le tableau 27 montre les différences entre les politiques économiques adoptées par la Malaisie, la Corée du Sud, la Thaïlande et l'Indonésie après la crise financière.

La Corée du Sud a mis l'accent sur la restauration de la confiance internationale. Par conséquent, des taux d'intérêts élevés ont été introduits afin de stabiliser le taux de change et les taux d'intérêt. Des efforts ont été également menés pour assurer la liquidité à court terme, la réduction de la dette extérieure et les réformes structurelles recommandées par le FMI.

Le tableau 28 indique les principaux éléments de la politique de contrôle de capitaux de la Malaisie[492]. Premièrement, tous les flux de capitaux entre ou parmi les comptes à l'étranger nécessitaient une autorisation. De plus, tous les fonds étrangers et les fonds investis dans des obligations Malaisienne ont été retenus en Malaisie ce qui a permis aux investisseurs étrangers d'acheter des actifs libellés en ringgit. Deuxièmement, les résidents et les non-résidents en Malaisie pouvaient utiliser librement jusqu'à l'équivalent de 100.000 ringgits en devises étrangère, mais la valeur de chaque transaction était limitée à seulement 10.000 en devises étrangères sauf pour les opérations d'import/export. Le retrait de l'argent des comptes extérieurs a été limité.

Troisièmement, en ce qui concerne les investissements à l'étranger, les résidents qui n'avaient pas de dettes extérieures avaient besoin d'une autorisation à l'avance pour les investissements à l'étranger. La règlementation sur la balance des paiements a été renforcée; les transactions portant sur des obligations libellées en ringgit devaient être traitées uniquement par l'intermédiaire d'institutions autorisées; les transactions portant sur des obligations libellées en ringgit devaient être traitées à l'étranger; et un moratoire d'un an a été imposé avant que les investisseurs étrangers ne puissent rapatrier leurs fonds investis dans le marché boursier local.

Ces politiques de contrôle de capitaux visaient à empêcher les fuites de capitaux et l'augmentation des taux de change lorsque les taux d'intérêts ont été abaissés pour la relance économique. Le gouvernement malaisien avait prévu: un contrôle des capitaux et un régime de change indexé au dollar américain → baisse des taux d'intérêts → augmentation des prêts et allégé le fardeau de la dette → redressement économique et réduction des créances douteuses. Comme ces objectifs ont été atteints, la Banque Centrale de la Malaisie a abaissé le

[491] Park B. and Kim J.N., "*Comparison between Korea and Malaysia*", ed Samsung Economic Research Institute, Seoul,1999, p.1-14.
[492] Park B., "*Malaysian economy in the midst of foreign exchange crisis in Southeast Asia.*", ed Samsung Economic Research Institute, Seoul, 1998, p.1-25.

taux d'intérêt de l'open market[493] à 11% en août et à 8% en Septembre. Elle a également baissé les réserves obligatoires à 8% fin août et à 4% en Septembre. La marge de crédit des banques a été également réduite à 2,5%.

Tableau 28 - Les principaux éléments de la politique de contrôle des flux de capitaux de la Malaisie

Classification	Période qui a précédé la crise	Réforme
Générale	▪ Les transferts d'argent entre comptes extérieurs étaient entièrement libres. ▪ Pas de limites sur les flux de capitaux des comptes étrangers.	▪ les transferts d'argent entre comptes extérieurs seraient soumis à une approbation préalable. ▪ Les transferts d'argents d'un compte résident à un compte étrangers étaient libre jusqu'au 30 septembre, mais seront soumis à une approbation préalable après le 30 septembre.
Réglementation Des opérations de change	▪ Un résident peut payer jusqu'à 100,000 ringgit à un non-résident. Le paiement d'une somme supérieure à 100,000 ringgit était soumis à certaines conditions.	▪ Un résident peut payer librement 10,000 ringgit ou l'équivalent en devises étrangères, si ce paiement ne concerne pas des opérations de commerce.
Investissement à l'étranger	▪ Un résident qui n'a pas une dette locale peut payer à un non-résident pour des fins d'investissements à l'étranger. ▪ Une firme locale qui n'a pas de dette locale peut investir moins de 10 million de ringgit par an.	▪ Un résident qui n'a pas une dette locale peut payer librement jusqu'à 10,000 ringgit ou l'équivalent en devises à un non-résident pour des fins d'investissements à l'étranger. ▪ Tous les résidents doivent avoir une approbation pour les paiements supérieurs à 10,000 ringgit.
Les prêts libellés en ringgit des non-résidents	▪ Un résident peut emprunter moins de 100,000 ringgit d'un non-résident	▪ Aucun prêt d'un non-résident à un résident n'est permis.
Actions et obligations	▪ Il n'y avait aucune réglementation concernant l'échange d'actions et d'obligations entre résidents et non-résidents en Malaisie. ▪ Un résident peut acheter des actifs et des obligations étrangères des non-résidents dans le cadre de la réglementation Malaisienne des investissements à l'étranger.	▪ Les actions et les obligations libellées en ringgit devaient être confiées à une institution autorisée. ▪ Les actifs et les obligations étrangères doivent être échangés à travers des institutions autorisées. ▪ Les non-résidents peuvent avoir des comptes en devises ou en ringgit à l'étranger.

Source: Adapté des informations fournies par Ariyoshi A. et al., *"Country Experiences with the Use and Liberalization of Capital Controls*, IMF Working paper, ed IMF Washington, 2002.

[493] L'open market est l'intervention de la Banque Centrale sur le marché interbancaire. La Banque Centrale peut orienter le prix (taux d'intérêt) et agir sur les quantités (quantités de monnaie Banque Centrale). Ce taux d'intervention est un taux directeur : ce taux influence le taux d'intérêt proposé aux clients. Source: http://www.skyminds.net/economie-et-sociologie/les-activites-economiques-et-leur-cadre-social/le-financement-de-leconomie/. Le 20-mars-2009.

2 Comparaison de la situation économique entre les quatre pays.

2.1 Action forte de la Corée du Sud et la Malaisie

En 1999, la situation économique a commencé à s'améliorer en Thaïlande, en Corée du Sud en Indonésie et en Malaisie, ceci en grande partie grâce aux mesures prises après la crise. Depuis la fin de 1998, le marché de change a été stabilisé, les taux d'intérêts ont été abaissés et les investissements étrangers ont entraîné des augmentations du prix des actions ainsi qu'une une reprise de la croissance économique.

Les taux de croissance de la Corée du Sud et de la Thaïlande se sont améliorés au cours du premier trimestre de 1999 et la Malaisie a enregistré un taux de croissance de - 10% au 4ème trimestre 1998, et de -1,3% au premier trimestre de 1999.

Tableau 29 - Taux de croissance économique trimestriel des quatre pays

(En %)

	T1 -98	T2 98	T3 98	T4 - 98	T1 - 99
Corée du Sud	-3,6	-7,2	-6,3	-6,6	4,6
Thaïlande	-8,0	-12,3	-12,5	-5,0	0,9
Malaisie	-3,1	-5,2	-10,9	-10,3	-1,3
Indonésie	-4,0	-12,3	-18,4	-19,5	-10,3

Source: Statistiques de la Banque Centrale de chacun de ces quatre pays

Les statistiques économiques et financières disponibles sur la période qui a suivi la crise financière montrent que: la Corée du Sud a réussi à stabiliser les marchés financiers et le marché de change puis à redresser la situation économique depuis le milieu de 1998. Les réserves de change se sont nettement améliorées grâce à l'augmentation des avoirs en devises détenus par la Banque Centrale et au rachat de la dette à court terme (le ratio dette à court terme / avoirs en devises était de 0,31% en Décembre 1997; ce ratio est passé à 1,89 en mars 1999). Le taux de change montre une certaine stabilité de la valeur du won par rapport au dollar depuis le début de 1998. Le marché boursier a connu sa première hausse fin 1998 puis deux autres augmentations en Mai 1999 puis en juin 1999 lorsqu'il a atteint 883 points (tableau 30).

D'autre part, le ratio d'exploitation du secteur manufacturier a augmenté de 22,4% en mai 1999 par rapport à l'année précédente et a enregistré environ 60% en 1998 et 76,5% en mai 1999. Les exportations ont augmenté de 13 milliards de dollars américains pour le premier semestre de 1999, soit une augmentation de 12,8% par rapport à l'année précédente.

Par conséquent, la consommation a également augmenté de 13,1% au cours du premier trimestre de 1999 et de 17,7% en Mai 1999 (tableau 31).

Tableau 30 - Les tendances économique et financière en Corée du Sud à la suite du soutien financier du FMI

	déc-97	juin-98	Déc-98	juin-99
Devises détenues / dette à court terme	0,31	0,96	1,22	1,89
Taux de change dollar / won	1,695	1,370	1,200	1,157
Marché boursier	376	298	563	883

Source: Statistiques de la Banque Centrale de chacun de ces quatre pays

Tableau 31 - Augmentation des exportations et de la production de l'industrie manufacturière en Corée du Sud

	Déc.98	Janv.99	Fév.99	Mars.99	Avr.99	Mai.99	Juin.99
Production du secteur manufacturier *(en %)*	5,1	15,0	3,9	19,4	17,5	22,4	-
Exportation *(en %)*	-0,1	3,0	-16,8	-2,5	-4,1	1,9	12,8

Yu T.S. and Xu D., *From Crisis to Recovery: East Asia Rising Again?*, ed Samsung Economic Research Institute, Seoul, 2001, p.128.

Le redressement économique a été aussi visible dans les exportations Malaisiennes. Ceci était du en grande partie à la stabilisation du marché de change et du taux de change qui a résulté de la politique de contrôle des capitaux mise en place par le gouvernement et de la politique du faible taux d'intérêt de la Banque Centrale. Les caractéristiques de la politique Malaisienne dans la période de l'après crise étaient: la fixation du ringgit au dollar en définissant une parité fixe (1 dollar américain = 3,8 ringgits); et le taux d'intérêt faible qui était de 2,5% en Juin 1999 (tableau 32).

Tableau 32 - La situation économique et financière de la Malaisie après la crise financière

	S2-1997	S1-1998	S2-1998	S1-1999
Ratio avoirs en devise / dette à court-terme	1,24	1,60	3,01	3,83
Taux de change ringgit / dollar américain	3,88	4,12	3,8	3,8
Indice boursier	594	456	586	811

Yu T.S. and Xu D., *From Crisis to Recovery: East Asia Rising Again?*, ed Samsung Economic Research Institute, Seoul, 2001, p.130.

A partir de Mars 1999, les exportations de pétrole, de gaz et de produits électroniques ont montré une amélioration. La production du secteur manufacturier s'est accrue sur une durée de trois mois depuis Février 1999. Suite à l'augmentation de la consommation, les importations de produits de consommation ont augmenté de 17,2% en avril et la TVA a augmenté de 45,8%.

Tableau 33 - Situation économique: comparaison entre la Corée du Sud et la Malaisie

	Corée du Sud	Malaisie
Taux de croissance économique *(en % - 1er trimestre 1999)*	4,6	-1,3
Augmentation des prix des actifs financiers *(en % - 1ère moitié de 1999)*	57	38,4
Augmentation de la production des produits manufacturiers *(en %)*	22,5	4,5
Augmentation des exportations *(en %)*	12,8	14,9
IDE *(en milliards de dollars américains)*	44,6 (81,4% augmentation)	5 (-63%)

Source: Yu T.S. and Xu D., *From Crisis to Recovery: East Asia Rising Again?*, ed Samsung Economic Research Institute, Seoul, 2001, p.132.

Malgré les différentes mesures prises par la Corée et la Malaisie, ces deux pays ont réussi à surmonter la crise financières de 1997 même si ce n'était pas au même rythme, ni au même prix. En ce qui concerne les taux de croissance économique, la Corée a montré de meilleurs résultats. La Corée a enregistré une croissance de 4,6% au premier trimestre de 1999 par rapport à -3,8% au premier trimestre de 1998 tandis que la Malaisie a enregistré -1,3% et -3,1% respectivement. Le marché boursier coréen a également montré de meilleurs résultats ainsi que l'investissement direct étranger. Toutefois, la Corée et la Malaisie ont

répondu à la crise avec des approches différentes. Il est donc très difficile de juger quelle approche ou quelle politique est la mieux adaptée (tableau 33).

Le gouvernement malaisien a été en mesure d'aider les entreprises locales et les institutions financières qui connaissaient des difficultés financières ou une insolvabilité imminente. Dans les pays qui ont été soumis aux conditions du FMI, le soutien des institutions locales en difficulté a souvent été interdit ou désapprouvé. Il y a eu un débat sur la question de savoir si l'Etat doit venir en aide aux sociétés et aux banques en période de crise, ou si ces dernières doivent être mises en faillite. Le débat a également été important en Malaisie, où le gouvernement a été accusé d'avoir favorisé des entreprises et banques dans son plan de sauvetage (étant donné les collusions entre certains hommes d'affaires et certains membres du parti politique au pouvoir), notamment en ce qui concerne les modalités de remboursement ou de restructuration de la dette. Toutefois, en s'abstenant de demander le soutien du FMI, la Malaise avait la possibilité de déterminer ses propres politiques en ce qui concerne le soutien des institutions locales en difficulté.

La politique de la recherche d'un équilibre dans la répartition des actifs financiers entre les résidents et les étrangers et parmi les collectivités locales (connu en Malaisie comme la nouvelle politique économique) a été maintenue dans ses grandes lignes, contrairement à la Corée, la Thaïlande et l'Indonésie qui avaient augmenté la part des étrangers en ce qui concerne la propriété des actifs financiers dans les banques et les institutions locales suite au soutien du FMI. Le gouvernement malaisien a également été en mesure de maintenir des politiques sociales telles que le contrôle sur les prix de certains produits de consommation de base et les subventions accordées aux agriculteurs. Dans les 3 autres pays qui ont demandé l'aide du FMI, certains contrôles de prix ou certaines subventions ont été réduits ou retirés, ce qui a provoqué des problèmes sociaux. Le gouvernement malaisien a également été en mesure de maintenir ses propres politiques en ce qui concerne la privatisation ainsi que l'ampleur et le rythme de la libéralisation financière et commerciale. La Corée, la Thaïlande et l'Indonésie ont été contraints de privatiser plusieurs de leurs banques et institutions et d'accélérer davantage l'ampleur et le rythme de la libéralisation financière.

2.2 Action faible de l'Indonésie

De tous les pays émergents touchés par la crise financière de 1997-98, l'Indonésie a été le plus sévèrement touchée et a pris plus de temps à redresser sa situation économique. La production a baissé de 13% en 1998, alors que la roupie a perdu plus de 80% entre le début de la crise et Juin 1998. Le taux de chômage, l'inflation et la pauvreté ont augmenté. Cela s'est

produit alors que l'économie indonésienne apparaissait plus solide que celle des autres pays touchés par la crise (du moins sur la base des indicateurs macroéconomiques comme le déficit du compte courant). Une question clé pour l'Indonésie, étant donné les effets dévastateurs de la crise de 1997-98 est de savoir si les modifications apportées à son économie et ses institutions dans les années qui ont suivi la crise ont réduit sa vulnérabilité.

La crise financière indonésienne a été causée par une multitude de facteurs, que nous avons regroupés en trois catégories[494] : les politiques macroéconomiques, y compris les politiques budgétaire, monétaire et la politique de change; les faiblesses du secteur financier et du secteur des entreprises, y compris la prise de risques excessifs par les entreprises et les déséquilibres des bilans; la faiblesse, l'inefficacité ou la corruption des institutions qui peuvent créer des politiques inadéquates, exacerber les faiblesses structurelles, saper la confiance des investisseurs et retarder la réponse à une crise une fois que cette dernière s'est déclenchée. Nous allons évaluer le progrès réalisé par l'Indonésie dans son effort pour ~~à~~ surmonter ces problèmes au regard de chaque ensemble de facteurs et par rapport aux autres pays touchés par la crise, notamment la Corée du Sud, la Malaisie, et la Thaïlande.

En Indonésie, la politique budgétaire était conservatrice, l'Indonésie avait un excédent de 0-1% du PIB au cours de la période de la crise (tableau 34). Alors que les déficits du compte courant étaient très élevés en Thaïlande et en Malaisie, le déficit du compte courant en Indonésie était soutenable (- 2% du PIB). Le taux de change réel s'est apprécié légèrement au cours de la période de la crise et ne semblait pas être surévaluée en Indonésie. Toutefois, les conditions d'attribution de crédit et le régime de change fixe ont encouragé les prêts à risque (souvent libellés en monnaie étrangère) dans un certain nombre de pays touchés par la crise, ce qui a créé des vulnérabilités dans les secteurs industriel et financier. La croissance de la liquidité et du crédit a été particulièrement rapide en Indonésie. La liquidité s'est accrue d'environ 25% par an entre 1992 et 1996. Le ratio de la liquidité M2/PIB, un indicateur de l'intermédiation financière, a augmenté de près de 2.3 points de pourcentage par an, ce qui est symptomatique d'un boom du crédit. L'augmentation rapide des crédits a interagi avec les faiblesses structurelles dans le secteur financier pour créer de nouvelles vulnérabilités, en particulier en ce qui concerne la monnaie et les déséquilibres des bilans du secteur des entreprises et du secteur financier. L'Indonésie s'est également exposée à la pression spéculative (comme l'ont fait les autres pays touchés par la crise asiatique) en adoptant un régime de change fixe.

[494] Allen M. et al., *A Balance Sheet Approach to Financial Crisis*, IMF Working Paper WP/02/210, ed IMF Washington, 2002.

Tableau 34 - Indicateurs macroéconomiques (1992-2006)

	Indonésie		Corée du Sud		Malaisie		Thaïlande	
	1992-96	2002-06	1992-1996	2002-06	1992-96	2002-06	1992-96	2002-06
Balance extérieure des comptes courants *(en % du PIB)*	-2,2	2,2	-1,6	1,9	-6,0	12,9	-6,3	1,2
Balance du gouvernemen*t (en % du PIB)*	0,0	-1,2	0,0	2,2	0,6	-4,5	2,3	-0,4
M2 (taux de croissance, *en %)*	23,8	11,1	16,3	4,5	17,0	9,8	15,9	5,5
M2/PIB *(en %)*	2,5	-1,6	0,5	-1,3	3,2	-0,7	2,4	-3,1
Inflation	7,8	9,0	5,3	3,0	1,9	2,3	4,9	2,3

Source: IMF, *"World Economic Outlook",* Various Issues, 1992-2006.

En 2007, les politiques macroéconomiques de l'Indonésie étaient solides. Les déficits budgétaires étaient modestes et la dette était en baisse, le compte courant extérieur était excédentaire et le régime de change était plus flexible. Alors que l'expansion du crédit a repris en 2007, le ratio M2/PIB a baissé à 40% (14 points de pourcentage de baisse depuis 1998). L'augmentation des réserves de change et la réduction de la dette extérieure ont permis de ramener le ratio de la dette à court terme par rapport aux réserves à environ la moitié du niveau d'avant la crise. Toutefois, l'inflation demeure plus élevée et plus volatile en Indonésie que dans les autres économies régionales, ce qui pourrait finalement mettre la pression sur le taux de change.

L'augmentation rapide du crédit dans la première moitié des années 1990 a aggravé les faiblesses structurelles, en particulier en ce qui concerne les bilans du secteur privé. Une grande partie de l'expansion du crédit a été réalisée via des emprunts étrangers, principalement à court terme et libellés en devises. Fin 1996, le ratio de dette extérieure à court terme de l'Indonésie par rapport aux réserves de change était supérieur à 170% (Tableau 35) contre 222,8% en Corée du Sud, 126% en Thaïlande et 40,8% en Malaisie. Le total des emprunts du secteur privé non bancaires auprès des banques internationales s'élevait à environ deux fois les réserves à la mi-1997 (tableau 36).

Tableau 35 - Dette extérieure à court terme (en % des réserves de change)

	Indonésie	Corée du Sud	Malaisie	Thaïlande
1996	175,1	222,8	40,8	126,0
1997	196,4	312,8	71,5	143,9
2006	73,9	31,3	17,4	31,5

Sources: World Bank, "World Development Indicators", various issues; IMF, "International Financial Statistics", various issues.

Tableau 36 - Prêts offshore du secteur privé non bancaire (en % des réserves de change)

	Indonésie	Corée du Sud	Malaisie	Thaïlande
1997	194,0	92,9	61,6	131,1
2006	56,0	20,0	24,9	18,6

Source: IMF, "International Financial Statistics", various issues.

En Indonésie, une part importante des emprunts extérieurs a été canalisée dans des secteurs tels que l'immobilier. Les banques nationales avaient également accordées des prêts libellés en devises étrangères, qui ont totalisé plus de 30 % du total des encours de crédit vers la fin de 1997 (dont un dixième a été accordé au secteur immobilier, voir tableau 37). Les banques commerciales avaient également emprunté en devises étrangères, le total de leurs dettes libellées en devises étrangères représentant plus de 30% du total des engagements bancaires vers la fin de 1997. Ainsi les banques indonésiennes ont été gravement affectées par la crise: la forte dévaluation de la roupiah a augmenté considérablement la valeur de leur passif.

Tableau 37 - Ratio des prêts non performants (en %)

	Indonésie	Corée du Sud	Malaisie	Thaïlande
1996	8,8	0,8	3,9	7,7
1997-1998	> 25,0	> 25,0	12,0 - 25,0	> 25,0
2006	8,1	1,0	9,6	9,1

Sources:
Pour 1996 et 1997-1998: Goldstein M., *The Asian Financial Crisis: Causes, Cures and Systemic Implications*, Policy Analyses in International Economics N° 55, ed Institute for International Economics, Washington, June 1998.
Pour 2006: IMF, "Global Financial Stability Report », ed IMF, Washington, April 2007.

La réglementation prudentielle inadéquate a encouragé les prêts à risque, entraînant une détérioration des portefeuilles d'actifs. Avant la crise, le ratio des prêts non performants par rapport au total des prêts était d'environ 9% en Indonésie, 7,7% en Thaïlande, 3,9% en Malaisie et 0,8% en Corée du Sud (tableau 38). Les faiblesses sous-jacentes du secteur financier et du secteur des entreprises ont contribué à créer ces fragilités financières. En Indonésie, dans la période qui a précédé la crise, plus de la moitié du secteur des entreprises

était contrôlée par seulement 10 familles[495]. En outre, de nombreux grands groupes de sociétés étaient les propriétaires des banques qui leur ont accordé des prêts. Après la crise, près de la moitié des prêts accordés par les banques qui ont été mises en faillite et qui n'ont pas été prises en charge par l'agence de restructuration IBRA '*Indonesian Bank Restructuring Agency*', étaient des prêts intragroupes accordés par ces banques aux grands groupes qui les contrôlaient. La réglementation et la supervision financière mises en place après la crise ont joué un rôle important dans le redressement économique. Toutefois, il a été révélé que les violations de la réglementation prudentielle dans la période qui a suivi la crise (par exemple, à l'égard de prêts intragroupes) restent très répandues. En partie, cela reflète la structure concentrée de la propriété du secteur bancaire et du secteur des entreprises, avec un petit nombre d'acteurs très proches des hommes politiques et qui sont en mesure d'influencer le système.

Tableau 38 - Ratio dette des entreprises par rapport aux actifs (en %)

	Indonésie	Corée du Sud	Malaisie	Thaïlande
1996	95,2	267,5	100,4	165,9
1998	453,6	313,7	112,5	352,2
2005	80,5	115,4	98,2	100,3

Source: IMF, *Corporate Sector in Indonesia: Financial Performance and Underlying Vulnerabilities*, ed IMF, Washington, 2006.

Des améliorations significatives ont été observées dans la réglementation et la surveillance du secteur financier dans ces quatre pays depuis la crise. Les modifications de la réglementation du secteur bancaire ont renforcé, entre autres, la classification et l'octroi des prêts (notamment en ce qui concerne les prêts accordés aux acteurs qui ont des collusions avec les hommes politiques) et le risque de change. Une amélioration a été également observée en ce qui concerne la capacité de réglementation et de surveillance des Banques Centrales de ces quatre pays qui est devenue plus régulière et plus approfondie. En Indonésie, la restructuration des banques insolvables dans la période qui a suivi la crise a séparé les banques des grands groupes de sociétés, ce qui a aidé à résoudre les problèmes de prêts. Toutefois, des faiblesses subsistent en Indonésie[496]. Dans le secteur bancaire, la restructuration a laissé une grande part du système bancaire (plus d'un tiers des actifs) aux banques détenues par l'Etat, qui ont généralement un rendement financier plus faible que les banques privées et sont plus exposés à la possibilité d'une intervention du gouvernement dans

[495] Wyplosz C., *Is East Asia Safe from Financial Crises?*, HEI Working Paper N° 2/2007, ed Graduate Institute of International Studies, Geneva, 2007.
[496] Nasution A., *Comment on Are Banking Systems in East Asia Stronger?*, Asian Economic Policy Review 2, 2007, p. 96–97.

leurs activités opérationnelles. Dans le secteur des entreprises, les états financiers ne sont pas encore pleinement compatibles avec les normes internationales, alors que la propriété reste concentrée.

Les effets des améliorations au niveau politique et institutionnel ont été observés dans le redressement du secteur des entreprises et du secteur financier. Dans le secteur bancaire, le ratio des prêts non performants a baissé de manière significative. Le secteur des entreprises est moins exposé aux risques avec la baisse des ratios d'endettement (tableau 39) et la probabilité de défaillance des entreprises est faible, en dessous de la moyenne par rapport à celle des autres économies émergentes de la région (c'était aussi le cas lorsque le même calcul a été effectué en utilisant les données de 1996, voir tableau 40). Toutefois, le rendement des entreprises varie selon le type de société. En particulier, les entreprises nationales qui ont une structure concentrée de la propriété restent plus vulnérables car elles ont tendance à être moins rentables et plus exposées aux risques. Les ratios capitaux propres/actifs des banques ont augmenté de manière significative (tableau 41). Le classement des banques indonésiennes s'est amélioré par rapport à certains pays mais reste moins bonne que celle de la Corée du Sud par exemple.

Le secteur des entreprises et le secteur financier semblent également être moins exposés au risque de dévaluation via des emprunts extérieurs libellés en monnaie étrangère. Les prêts bancaires internationaux accordés aux entités indonésiennes (les secteurs public et privé, y compris les banques) restent en dessous du niveau de l'avant crise (tableau 42). En outre, la proportion de ces prêts contractée par leurs filiales locales en monnaie locale a quadruplé pour atteindre près d'un tiers, ce qui implique un déséquilibre monétaire plus faible pour les emprunteurs locaux. Toutefois, cette proportion a nettement augmenté en Corée, en Malaisie et en Thaïlande. Les emprunts extérieurs du secteur privé non bancaires ont diminué passant de près de deux fois les réserves de change à la mi-1997, à un peu plus de la moitié, en 2007, bien que le niveau d'emprunt par rapport aux réserves de change reste plus élevé en Indonésie par rapport aux autres pays de région, notamment la Corée du sud, la Thaïlande et la Malaisie.

Tableau 39 - Probabilité de défaut de paiements des entreprises

	Indonésie	Corée du Sud	Malaisie	Thaïlande
1996	0,4	9,0	1,0	0,0
2006	0,7	0,4	2,3	0,6

Source: IMF, *Corporate Sector in Indonesia: Financial Performance and Underlying Vulnerabilities*, ed IMF, Washington, 2006.

Tableau 40 - Les capitaux réguliers des banques (en % des actifs risqués)

	Indonésie	Corée du Sud	Malaisie	Thaïlande
1995	11,9	9,3	11,2	9,3
2006	19,2	13,3	12,7	14,3

Source: IMF, "Global Financial Stability Report », ed IMF, Washington, April 2007.

Tableau 41 - Classement des banques

	Indonésie	Corée du Sud	Malaisie	Thaïlande
Décembre 1998	E (3)	E ou D/E (8)	D/E ou D (6)	E ou D/E (12)
Janv - Mai 2007	D ou C/D (12)	C ou B/C (14)	D ou B/C (11)	D ou B/C (10)

Source: Wyplosz C., *Is East Asia Safe from Financial Crises?*, HEI Working Paper N° 2/2007, ed Graduate Institute of International Studies, Geneva, 2007.

Tableau 42 - Les prêts bancaires internationaux accordés aux 4 pays asiatiques

	Indonésie		Corée du Sud		Malaisie		Thaïlande	
	Total	domestique	Total	Domestique	Total	domestique	Total	Domestique
	(milliard de $)	*(% du total)*	*(milliard de $)*	*(% du total)*	*(milliard de $)*	*(% du total)*	*(milliard de $)*	*(% du total)*
1997	63,5	7,5	113,5	8,9	37,5	23,1	78,5	11,7
2006	54,2	28,7	286,5	50,7	89,5	56,4	51,1	56,5

Source: Bank for International Settlements, Annual Review, December 1997 issue and March 2007 issue.

En 2007, l'Indonésie semblait généralement moins vulnérable à l'égard des risques spécifiques de la crise de 1997. Les sources de vulnérabilité sont généralement sous estimées jusqu'à ce qu'une nouvelle crise les rende apparentes.

Les sources de vulnérabilités sont difficiles à identifier *ex ante*, mais certains analystes ont tenté d'identifier de nouvelles sources potentielles de risque pour les économies des pays touchés par la crise de 1997-98.

Selon Roubini 2007[497], une source potentielle de risque est la poursuite des politiques qui ne permettent pas une appréciation du taux de change, dans le but de stimuler les exportations et la croissance économique. Selon ce point de vue, les taux de change sous-évalués peuvent accroître les vulnérabilités en encourageant les bulles des prix d'actifs et une croissance plus rapide de la masse monétaire. Les économies asiatiques sont par conséquent vulnérables à un ralentissement de la croissance en dehors de l'Asie. Un tel ralentissement pourrait déclencher une crise tirée par la baisse des exportations et l'inversion rapide des prix des actifs - conduisant à un effondrement de la confiance et avec des effets négatifs sur le taux de change, l'inflation et la production.

[497] Roubini N., "Asia is Learning the Wrong Lessons from its 1997–98 Financial Crisis: The Rising Risks of a New and Different Type of Financial Crisis in Asia", ed New York University, NY, May 2007.

Les développements récents en Indonésie ne sont pas compatibles avec ce modèle. L'Indonésie est moins dépendante de la croissance tirée par les exportations que les autres pays émergents et l'accroissement des réserves de change a été plus modeste. En outre, la rupiah a montré une souplesse considérable. Elle s'est également appréciée de plus de 50% entre 2000 et 2007. En ce qui concerne les prix des actifs, avec la hausse des cours du marché en 2007 (qui datent du début de la reprise de l'indice boursier de Hong Kong en Octobre 2002), la valeur des stocks indonésien en dollars américains a augmenté de près de 400%[498], ce qui la place devant les autres marchés boursiers régionaux. Le bon rendement des entreprises et l'amélioration des indicateurs macroéconomiques ont soutenu la reprise. Les ratios prix / capitaux propres indonésiens, bien qu'ils soient en-dessous des ratios historiques (pré-crise), étaient en 2007 au-dessus des ratios des autres pays touchés par la crise asiatique. Ainsi, alors que l'augmentation des prix des actifs ne signifie pas nécessairement l'existence d'une bulle, elle crée la possibilité d'une inversion de tendance.

Tableau 43 - Les réserves de change et les changements des flux de capitaux

(En % du PIB)

	Indonésie	Corée du Sud	Malaisie	Thaïlande
Réserves de change				
1996	8,2	6,4	27,0	21,0
2006	11,1	26,2	53,1	30,2
Changements des flux de capitaux				
1996	-6,9	-7,2	-4,9	-19,4
2006	-6,4	-1,4	-1,4	-5,1

Source: Jeanne O. & Ranciere R., *The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications*, IMF Working Paper WP/06/229, ed IMF, Washington, 2006.

L'augmentation du volume des flux de portefeuille en 2007 a constitué une préoccupation pour les autorités, en particulier, la courte durée des flux entrants. En effet, comme en 1997-98, ces flux pouvaient s'inverser rapidement menant à un effondrement des prix des actifs et à une perte des réserves de change. Toutefois, les flux entrants ont été en grande partie investis dans les certificats de la Banque Centrale plutôt que dans des prêts accordés aux entreprises et au secteur financier. Ainsi, une inversion rapide des flux pourrait potentiellement affecter les prix des actifs, mais il est peu probable qu'elle puisse avoir les mêmes conséquences sur les bilans des entreprises et des banques que celle qu'elle a eue pendant la crise de 1997. En outre, l'excédent du compte financier et du compte de capital a été en moyenne de moins de 1% du PIB entre 2000 et 2007. Certaines banques et entreprises

[498] Jeanne O. & Ranciere R. (2006), op cite, p.75.

ont remboursé des emprunts alors que le compte courant est resté excédentaire. L'important excédent global a conduit à l'accumulation des réserves de change. Ceci suggère que même une sortie importante de capitaux peut se produire sans être accompagnée d'un épuisement des réserves de change.

Malgré l'accumulation importante des réserves de change, le niveau des réserves en 2007 était insuffisant pour dissuader les spéculateurs ou couvrir à 100% les monnaies de ces pays contre des attaques spéculatives éventuelles ou soudaines. Wyplosz (2007)[499] indique que, malgré la réduction considérable des vulnérabilités dans les pays asiatiques touchés par la crise de 1997, y compris par l'amélioration des réserves de change, le niveau des réserves nécessaire pour défendre la monnaie en toutes circonstances est extrêmement élevé compte tenu du volume important des flux mondiaux de capitaux et de l'augmentation de l'exposition des investisseurs au risque. Par conséquent, selon Wyplosz les repères traditionnels de l'adéquation des réserves de change ne conviennent plus. Pour illustrer ce point, le niveau des réserves peut être comparé avec le type de revirements des flux de capitaux associé aux arrêts brusques et aux crises financières. Le tableau 37 montre les réserves de change détenues (en pourcentage du PIB) par la Thaïlande, la Corée du Sud, l'Indonésie et la Malaise en 1996 et 2006. Il est clair que le niveau des réserves en Indonésie en 1996 était insuffisant pour couvrir le revirement des flux de capitaux des années 1997 et 1998. En outre, selon Wyplosz, le niveau des réserves en 2006 était équivalent à la moitié du niveau requis pour couvrir une inversion d'une ampleur similaire à celle de 1997.

3 Analyse comparative de la dette de ces quatre pays entre 1997 et 2007

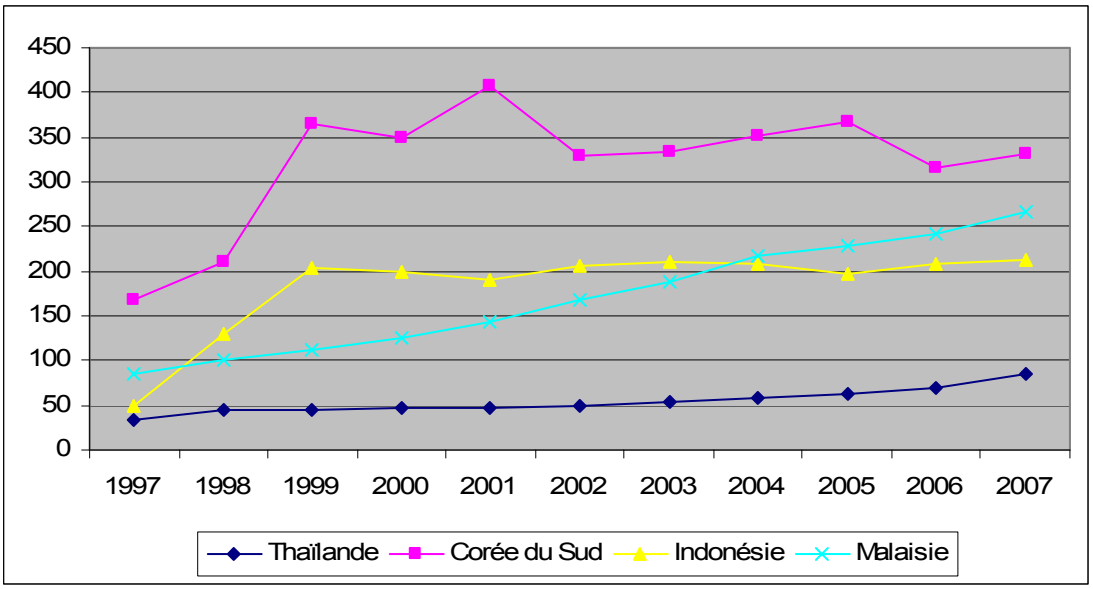
Comme on l'a déjà vu, avant la crise économique et financière de 1997, la situation financière de la Thaïlande, de la Corée, de l'Indonésie et la Malaisie a été excédentaire. Par conséquent, la dette publique était relativement faible et soutenable dans ces pays jusqu'en 1997. Le redressement de la situation économique suite à la crise a eu pour résultat une augmentation de la dette publique. La reconstitution des réserves de change, le financement des déficits budgétaires, la réforme du secteur financier et la prise en charge par les gouvernements des dettes et des pertes importantes du secteur financier et du secteur des entreprises ont abouti à une augmentation très rapide de l'endettement public depuis 1998.

[499] Wyplosz C., *Is East Asia Safe from Financial Crises?*, HEI Working Paper N° 2/2007, ed Graduate Institute of International Studies, Geneva, 2007.

Avant 1997, le ratio dette publique en pourcentage du PIB de la Corée a été relativement constant avec même une légère baisse (2,6% du PIB) entre 1994 et 1996. En 1998, la dette publique de la Corée en pourcentage du PIB a augmenté de trois fois et demie, pour atteindre 44%, comparée à 13% en 1996. Depuis, la dette a baissé pour atteindre 39% en 2003. De même, avant 1997, l'Indonésie était l'une des économies les plus performantes de l'Asie. Entre 1989 et 1996, la croissance indonésienne a progressé à un taux annuel moyen d'environ 8%. Mais quand la tourmente financière a frappé la région en 1997, l'Indonésie a connu la plus grave récession de son histoire récente. Depuis 2000, la croissance s'est rétablie en Indonésie. Entre 1990 et 1997, le ratio dette/PIB de l'Indonésie a diminué d'environ 15%. En 1998, le ratio dette/PIB a presque triplé, et en 2000 il a atteint un pic de 95%. Entre 2000 et 2003, le ratio dette/PIB a baissé pour atteindre 72%. En ce qui concerne la Malaisie, le ratio dette/PIB a diminué rapidement passant de 90% à environ 50% entre 1990 et 1996. Cette tendance s'est inversée avec la crise asiatique en 1997, lorsque le ratio dette/PIB a commencé à augmenter pour atteindre 70% en 2001. Entre 1997 et 1999, la dette publique de la Thaïlande a augmenté de 19 points de PIB passant de 38% en 1997 à 57% en 1999, à 59% en 2000 et 2001 et à 55% en 2002 (Figure 14).

Figure 14 - Dette publique de la Thaïlande, la Corée du Sud, l'Indonésie et la Malaisie

(En milliards de dollar américain)



Source: Rapports annuels (de 1997 jusqu'à 2007) publiés par la Banque Centrale de chacun de ces quatre pays.

D'après la figure 14 on constate que la dette publique a significativement augmenté dans ces 4 pays depuis 1997. En Corée du Sud, la dette publique est passée de 169 milliards

de dollars américains en 1997 à 366 milliards en 1999 (soit le double de son niveau de 1997) et à 407 milliards en 2001. La dette publique a continué a augmenter en Corée et a atteint 330,9 milliards en 2007 soit une baisse de 5,1% par rapport à 2006 (315 milliards) et une baisse de 3,39% par rapport à 2001. La dette publique du pays a augmenté de 16,1 milliards de dollars en 2007 par rapport à 2006 en raison des dépenses supplémentaires du gouvernement pour stabiliser le marché financier. Cette hausse de la dette publique est attribuée aux émissions de bons du Trésor pour stabiliser le marché financier et couvrir le déficit du budget national. Le gouvernement sud-coréen a émis un total de 11,3 milliards de dollars d'obligations en 2007[500]. Selon le ministère des finances coréen, le niveau de la dette publique devait commencer à diminuer à partir de 2007. Le remboursement devait s'échelonner sur 25 ans (de 2004 à 2028)[501]. En Thaïlande, la dette publique a augmenté considérablement pour atteindre 58% du PIB en 2000. La dette publique a augmenté de 13 milliards de dollars entre 1997 (34 milliards de dollars) et 1999 (47 milliards de dollars). Toutefois, le ratio dette publique/PIB a baissé progressivement à 30% en 2006 et le déficit de trésorerie du gouvernement s'est amélioré en raison du redressement économique et de la consolidation budgétaire qui avait eu lieu depuis 2002.

La crise asiatique a également apporté un changement majeur dans la composition et la structure de la dette publique de ces pays. On distingue trois périodes: entre 1991 et 1996 - la période qui a précédé la crise - lorsque les fondamentaux économiques étaient solides et le ratio dette/PIB suivait une trajectoire viable; la période de la crise lorsque la dette a augmenté considérablement; et la période de l'après crise lorsque la dette a été réduite.

Entre 1991 et 1996, la dette publique totale de la Thaïlande a été presque également repartie en dette locale et dette extérieure. Depuis 1998, la composition de la dette publique a changé en faveur de la dette publique libellée en monnaie locale. En 2007, la dette extérieure de la Thaïlande totalisait 61,7 millions de dollars américains. Ce chiffre représente une baisse de 5,7% par rapport à 1998 (105 millions). La dette locale a totalisé environ 66 millions de dollars soit une augmentation de 21,1% par rapport à 1998 (12 millions de dollars). Concernant la balance des comptes courants, la tendance qui avait créé l'excédent courant s'est retournée pour aboutir à une situation de déficit à partir de 2005 (- 1,9 %). Le taux de change effectif réel a été de nouveau surévalué et ce de façon croissante depuis début 2006.

---

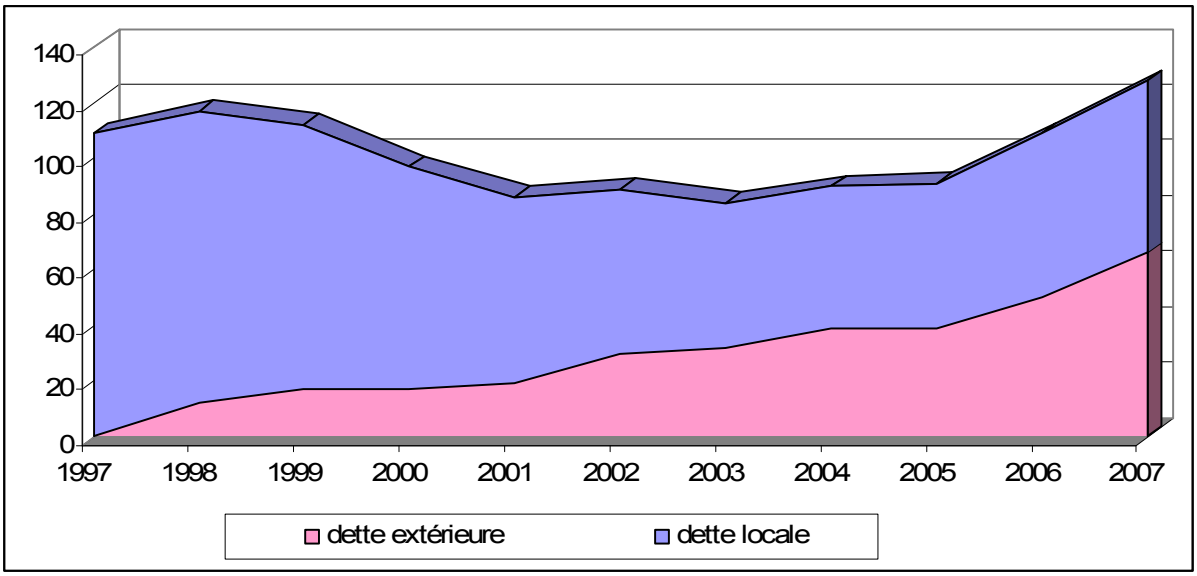
[500] Korea National Statistical Office (KOSIS). Données disponibles sur le lien suivant: http://www.kosis.kr/eng/index.html.

[501] IMF, "*Structural changes in emerging sovereign debt and implications for financial stability*", *Global Financial Stability Review*, April 2006.

Enfin, les réserves de change ont totalisé 60 milliards de dollars américains au troisième trimestre 2006. Par ailleurs, les prêts non performants ont enregistré une baisse substantielle supérieure à 40 % en 1999. Le taux des prêts non performant a encore baissé pour atteindre les 8 % en 2006[502].

Figure 15 Structure de la dette publique Thaïlandaise (1997-2007)

(En millions de dollars américains)



Source: Données statistiques de la Banque Centrale et du ministère des finances de la Thaïlande.
Remarque: Les données en baht ont été converti selon le taux de change baht /dollars à la fin de chaque année (31 Décembre).

Cependant, il convient de noter que depuis 2007, la Thaïlande se trouve dans une situation inconfortable pour des raisons endogènes. L'opposition grandissante à l'ex-Premier Ministre Thaksin Shinawatra avait conduit le pays à un blocage politique qui menaçait d'affecter l'économie. Le coup d'État de septembre avait laissé les marchés de marbre. Le point positif est que la prise de pouvoir par les militaires était perçue comme la possibilité d'enclencher enfin l'important plan d'infrastructures développé par l'équipe précédente mais dont la mise ne œuvre était sans cesse retardé.

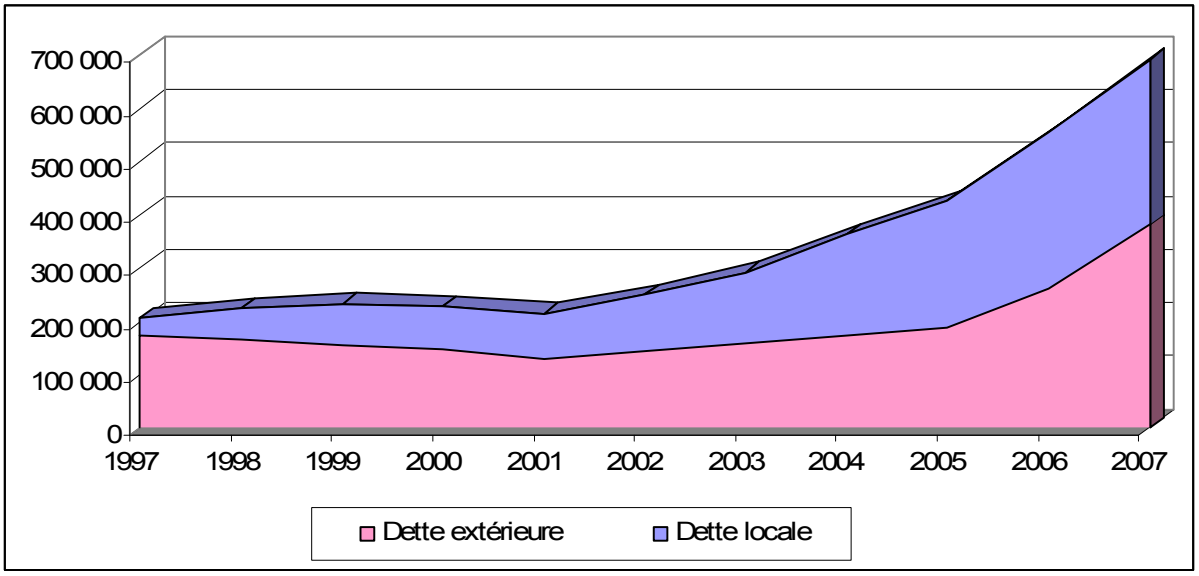
Au cours de la première moitié des années 1990, la dette publique de la Corée en pourcentage du PIB était relativement constante, enregistrant une légère baisse d'environ 3%. Les principaux facteurs à l'origine de cette évolution étaient la croissance économique et les excédents budgétaires primaires. La dette publique totale a été presque également répartie

[502] Voir: La Porta R. et al., "Government Ownership of Banks", *Journal of Finance*, N°57, 2007, p.265-301. Demetriades P.O. and Luintel K.B., *Financial Restraints in the South Korean Miracle*, Journal of Development Economics N°64, 2006, p. 459-479.

entre dette intérieure et extérieure. Depuis 1998, la composition de la dette publique a changé en faveur de la dette publique libellée en monnaie locale. En 2003, la part de la dette publique locale a augmenté d'environ 30% par rapport à son niveau de 1997. Et depuis, cette tendance à la hausse s'est maintenue. En 2007, la dette publique locale a augmenté d'environ 23% par rapport à son niveau en 2003 (figure 16).

Figure 16 Structure de la dette publique coréenne (1997-2007)

(En millions de dollars américains)



Source: Données statistiques de l'OCDE, et du 'Ministry of Strategy and Finance' de la Corée du Sud. http://www.mpb.go.kr
Remarque: Les données en Won Coréen ont été converti selon le taux de change won/dollars à la fin de chaque année (31 Décembre).

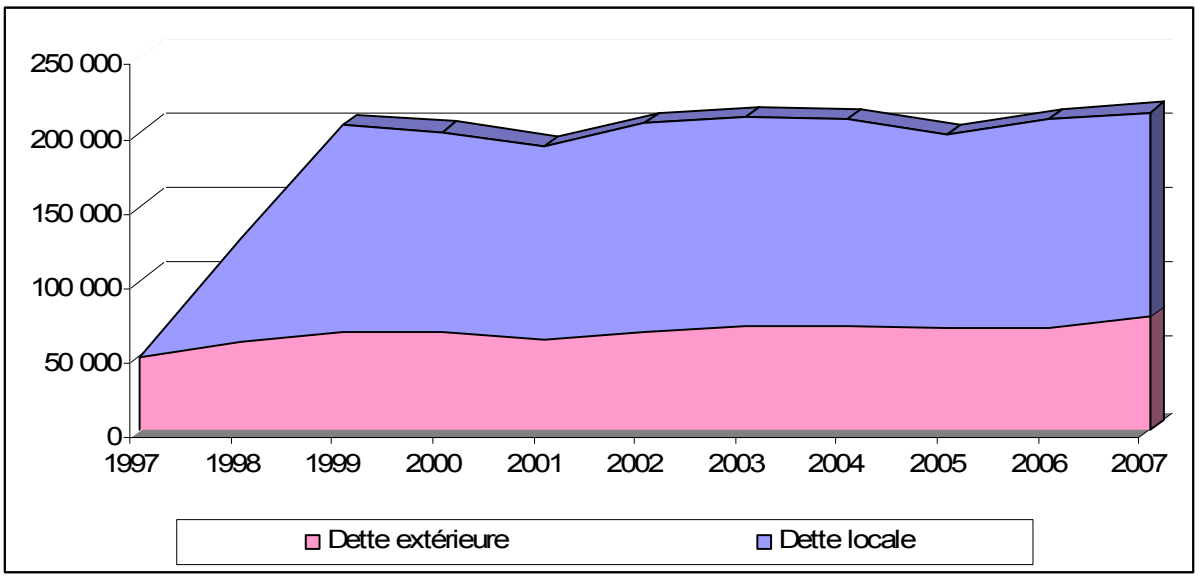
Au cours de la période de la crise (1997-1998), le ratio dette/ PIB a bondi de 31%. Au cours de cette période, tous les facteurs semblent avoir contribué à l'accumulation de la dette publique. Le déficit primaire et le taux de change réel ont représenté ensemble environ 10 points de pourcentage de l'augmentation de la dette publique par rapport au PIB. Cette augmentation était surtout liée à la prise en charge par le gouvernement de la dette des banques et des entreprises. Depuis 1999, la Corée du Sud a enregistré de large excédents primaires (14% du PIB), une forte reprise économique (13% du PIB), et une appréciation réelle du won (3% du PIB). Ces facteurs ont contribué sensiblement à la réduction de la dette publique.

Bien que la structure de la dette ait beaucoup changé depuis 1997, la Corée du Sud reste exposée aux chocs extérieurs, vu sa grande dépendance vis-à-vis de la dette extérieure (382 millions de dollars américains en 2007). Le secteur bancaire reste largement endetté.

Entre 2003 et 2007, les banques coréennes ont lourdement emprunté en devises étrangères pour financer l'expansion de leurs activités. La dette extérieure des banques coréennes a totalisé 200 millions de dollars américains en 2007. Toutefois, les craintes que la Corée du Sud ne se dirige vers une crise financière similaire à celle 1997 semblent exagérées. La réforme du système financier a été menée avec succès. Néanmoins, le ralentissement de la demande extérieure associé à une perte de confiance des investisseurs peut entraîner le ralentissement de l'investissement des entreprises et les banques pourraient subir des pertes de crédit, ce qui aggraverait leur situation actuelle délicate.

La composition de la dette publique de l'Indonésie a également subit des changements significatifs. Au cours de la période 1991-1997, la dette publique de l'Indonésie en pourcentage du PIB a diminué d'environ 16%. Les principaux facteurs à l'origine de cette baisse ont été les excédents budgétaires primaires et la croissance économique. Jusqu'à la crise, la dette publique de l'Indonésie étaient exclusivement libellée en devises étrangères, mais depuis la crise, l'Indonésie a commencé a emprunté en monnaie locale. En 2000, la dette publique libellée en monnaie locale représentait environ deux tiers du total de la dette publique.

Figure 17 - Structure de la dette publique de l'Indonésie coréenne (1997-2007)
(En millions de dollars américains)



Source: Données statistiques de la Banque Centrale et du ministère des finances de l'Indonésie.
Remarque: Les données en roupie ont été converti selon le taux de change roupie/dollars à la fin de chaque année (31 Décembre).

La dette publique extérieure avait diminué et la dette publique domestique représentait environ la moitié de la dette nationale. Bien que l'Indonésie continue à emprunter à l'étranger,

la majeure partie de sa dette est maintenant due au marché domestique. En Décembre 2007, la dette domestique était de 137 milliards de dollars américains et la dette extérieure de 76 milliards de dollars.

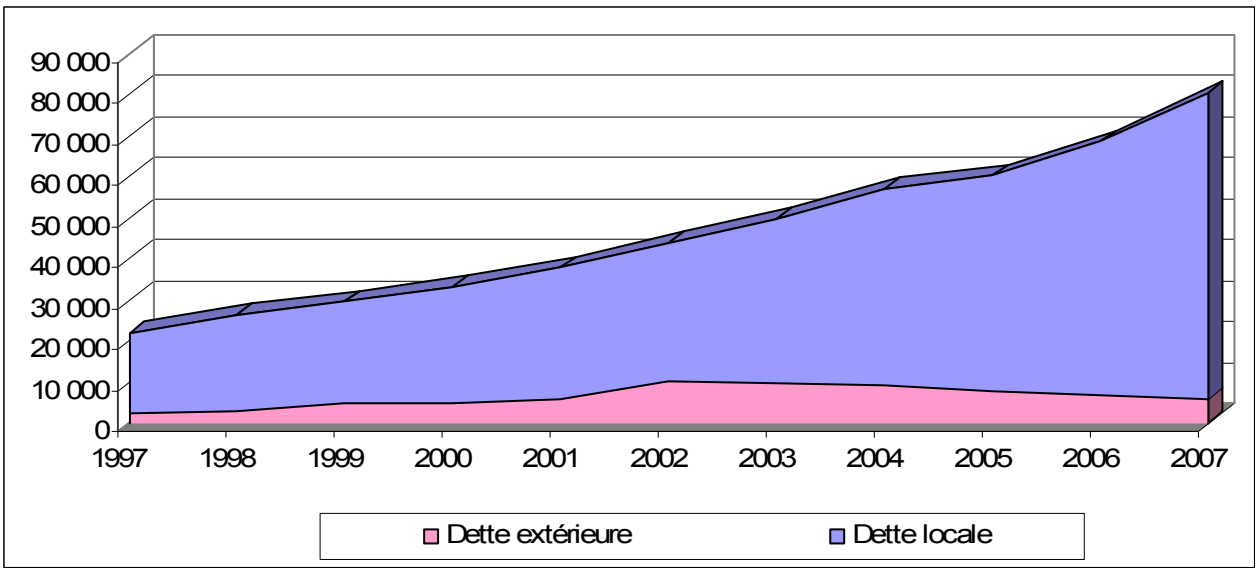
Au cours de la période de la crise, la dette publique en pourcentage du PIB a augmenté de 71%. Contrairement à la période précédente, le taux de change réel a contribué à l'augmentation du ratio dette/PIB. Toutefois, l'impact global du taux de change réel au cours de cette période est relativement faible par rapport aux coûts élevés de la crise bancaire. Au cours de la période de l'après crise, avec le redressement économique, l'Indonésie a réussi à réduire son ratio dette/PIB de 22 points de pourcentage. Des excédents primaires élevés, la reprise de la croissance et une appréciation réelle de la rupiah ont tous contribué à la réduction de la dette.

Comme on l'a déjà mentionné, la situation en Malaisie a été différente de celle des 3 autres pays. Au cours de la période 1991 - 1996, la dette publique en pourcentage du PIB a baissé d'environ 41%. Les deux principaux facteurs à l'origine de cette baisse étaient les excédents budgétaires primaires (32,3%) et le taux important de la croissance réelle (37,3%). Dans le même temps, les taux d'intérêt réels (16,5%) et d'autres facteurs non identifiés (17,8%) ont contribué à la réduction de la dette. Une caractéristique intéressante de la composition de la dette publique de la Malaisie est la part importante de la dette libellée en monnaie locale pour toute la période (figure18). Ceci reflète le choix politique de s'appuyer principalement sur un financement intérieur non-inflationniste. Néanmoins, on a observé une légère augmentation de la part de la dette publique libellée en devises étrangère entre 1997 et 2002.

Dans la période de la crise, le ratio dette/PIB a augmenté d'environ 20%. A partir de 1999, après l'adoption des politiques de contrôle des flux de capitaux , la situation économique s'est plutôt améliorée. Le PIB réel, qui avait baissé de 7,4% en 1998, a de nouveau augmenté de 6,1% en 1999 et de 8,3% en 2000. Le taux de croissance s'est ralenti à 0,4% en 2001 en raison de la situation économique mondiale défavorable puis s'est amélioré pour atteindre 4,2% en 2002. La balance des paiements du compte courant qui avait un déficit de 15,8 milliards de ringgit en 1997, a réalisé des excédents de 36,8 milliards de ringgit en 1998, de 47,9 milliards de ringgit en 1999 et de 32,2 milliards de ringgit en 2000.

Figure 18 - Structure de la dette publique de la Malaisie (1997-2007)

(En millions de dollars américains)



Source: Données statistiques de la Banque Centrale et du ministère des finances de la Malaisie.
Remarque: Les données en ringgit ont été converti selon le taux de change ringgit/dollars à la fin de chaque année (31 Décembre).

Les réserves de change de la Banque Centrale ont baissé passant de 27,7 milliards de dollars américains à la fin de 1996 à 21,7 milliards de dollars à la fin de 1997 lorsque la crise s'est déclenchée. Les réserves ont augmenté par la suite pour atteindre 26,2 milliards de dollars en 1998, 30,9 milliards de dollars en 1999 et 34,6 milliards de dollars en 2002. Le total de la dette extérieure est passé de 40% du PIB en 1996 à 64% du PIB en 1997. Il a ensuite été réduit à 60% du PIB en 1998 et à 51 % du PIB en 2000 avant de remonter à 55% du PIB en 2002[503]. Les paiements du service de la dette extérieure sont restés à un niveau soutenable entre 1998 et 2002, soit l'équivalent de 5,4 à 7,0% de la valeur des exportations de biens et de services.

Depuis 1997, la Thaïlande, la Corée, l'Indonésie et la Malaisie ont parcouru un long chemin pour surmonter les vulnérabilités macroéconomiques. Les politiques monétaires et budgétaires restent prudentes tout en contribuant à réduire la dette publique et la dette extérieure ainsi qu'à à améliorer le niveau des réserves de change. Le régime de change est plus flexible ce qui réduit le risque d'une attaque spéculative. Dans le secteur financier, la recapitalisation et la réorganisation du secteur bancaire ont amélioré la réglementation et la surveillance, ce qui a réduit l'exposition de ce dernier au risque. Les réformes institutionnelles

[503] Bank Negara, "Annual Reports" various issues.

ont quasiment éliminé les collusions entre les entreprises et les politiciens. Ces collusions étaient une source majeure de vulnérabilité du secteur financier dans les années 1990. Néanmoins, les vulnérabilités n'ont pas été complètement éliminées. Les marchés de capitaux régionaux sont plus intégrés, offrant ainsi des possibilités de diversification des risques, mais augmentant par ailleurs les risques de contagion financière. Les flux entrants de capitaux dans la période qui a suivi la crise représentent un défi aux décideurs politiques de ces pays, notamment les risques liés à un brusque resserrement des conditions financières mondiales. L'accumulation des réserves de change dans la période qui a suivi la crise protège ces pays contre le risque d'un arrêt brusque des flux de capitaux, mais il faut reconnaître que ces chocs peuvent être extrêmement importants.

La réussite de l'Union européenne en matière d'intégration régionale a inspiré les travaux des gouvernements asiatiques dans ce sens.

Lors de la réunion des ministres des Finances de l'ASEAN [504](*l'Association of Southeast Asian Nations*) + trois (Japon+Chine et Corée du Sud), tenue à Chiang Mai en mai 2000, un accord a été obtenu sur les points suivants[505] :

- Utiliser le cadre de l'ASEAN + trois pour promouvoir les échanges de données compatibles et les informations sur les flux de capitaux ;
- Etendre l'accord de *swap*[506] de l'ASEAN, établir un réseau de *swaps* bilatéraux et un accord de facilités de rachat entre l'ASEAN, la Chine, le Japon et la Corée du Sud (Initiative Chiang Mai).

Une coopération monétaire impliquant la mutualisation des réserves de change contribuerait à une plus grande stabilité des monnaies et des marchés financiers. A cet égard les accords de swap sont des précurseurs d'un possible développement des marchés des changes et de systèmes de règlement. Ces accords de *swap* peuvent d'ores et déjà permettre de réagir à des spéculations sur les places financières asiatiques.

---

[504] ASEAN (*l'Association of Southeast Asian Nations):* L'ASEAN a été fondée par cinq États, principalement de l'Asie du Sud-Est maritime : Philippines, Indonésie, Malaisie, Singapour, et Thaïlande. Le Brunei les rejoints 6 jours après son indépendance du Royaume-Uni le 8 janvier 1984. Le Vietnam entre en 1995, suivit du Laos et de la Birmanie le 23 juillet 1997 et du Cambodge le 30 avril 1999. La Papouasie-Nouvelle-Guinée a le statut d'observateur depuis 1976. Le 23 juillet 2006, le Timor oriental a posé sa candidature et pourrait devenir membre d'ici cinq ans. L'Australie est aussi intéressée mais certains pays membres s'y opposent. Définition disponible sur le lien suivant: http://fr.wikipedia.org/wiki/ASEAN.

[505] Masayki I., *Redressement économique et réforme financière des pays asiatiques après la crise de 1997: la contribution du Japon à la restauration de la stabilité économique*, Mondes en Développement Vol.31-2003/1-n°121. Disponible sur le lien suivant : http://www.cairn.info/revue-mondes-en-developpement-2003-1-page-71.htm

[506] Le **swap** (de l'anglais *to swap* : échanger) est un produit dérivé financier. Il s'agit d'un contrat d'échange de flux financiers entre deux contreparties, qui sont généralement des banques ou des institutions financières.

Les représentants des pays de l'ASEAN+ trois se sont réunis à Manille en novembre 2000 et ont convenu de « renforcer le dialogue, la coordination et la collaboration en vue d'établir une politique commune en matière financière, monétaire et fiscale».

Il est à noter que le Japon a entrepris de développer des relations plus étroites avec les autres pays de la région. Les accords de swaps signés entre le Japon et la Corée du Sud d'une part et entre le Japon et la Malaisie d'autre part en constituent un exemple type. Ces accords s'inscrivent dans le cadre de l'initiative du ministre des finances Japonais Miyazawa (ministre entre 1998 et 2003).

Etant donné que les échanges commerciaux se sont accrus d'une manière spectaculaire ces dernières années et représentent environ 50% du total des échanges commerciaux de la région. Pour accompagner cette évolution, une zone de libre-échange *Free Trade Area* (AFTA)[507] doit voir le jour avant 2018 au sein de *l'ASEAN*.

Ceci étant, les pays de l'ASEAN s'engageront-ils dans la création d'une union économique et monétaire comparable à l'UE ? Cette union suffira-t-elle à assurer la stabilité financière à long terme ?

[507] Pierre angulaire de l'ASEAN, l'AFTA a été créée à Singapour en janvier 1992. Objectifs :
- Adapter l'ASEAN à l'évolution de l'économie mondiale ;
- Faciliter les échanges intra ASEAN ;
- Attirer les investissements extérieurs.

Conclusion

L'année 2007 a marqué le dixième anniversaire de la crise financière asiatique de 1997. La crise financière asiatique a été spectaculaire, tant par les ravages économiques et sociaux qu'elle a causés que par la rapidité de la reprise économique. Pendant le dernier trimestre de 1998, La crise était quasiment terminée et les pays les plus gravement touchés notamment la Corée du Sud, la Malaisie, la Thaïlande et l'Indonésie avaient plus ou moins surmonté cette épreuve. En 2007, Les Banques centrales de ces pays avaient suffisamment de réserves de change susceptibles d'être utilisées pour défendre leurs monnaies, et par le biais de conventions de swap, défendre les monnaies des autres pays voisins. La dette publique et la dette extérieure ont été réduites et sont maintenues à des niveaux soutenables. Les politiques monétaires et budgétaires restent prudentes et le régime de change adopté dans ces pays est plus flexible afin de réduire le risque d'une éventuelle attaque spéculative. La réglementation et la surveillance du secteur bancaire ont été améliorées. Les collusions entre entreprises et hommes politiques ont été quasi-éliminées suite aux réformes institutionnelles mises en place suite à la crise financière. Néanmoins, les vulnérabilités n'ont pas été complètement éliminées. Les risques sont plus diversifiés du fait l'intégration des marchés de capitaux régionaux. Toutefois, ce haut degré d'intégration accroit le risque de contagion. La vulnérabilité reste élevée du fait de l'augmentation des flux de capitaux entrants car un arrêt brusque de flux de capitaux, similaire à celui de 1997, peut causer des problèmes de liquidité. Certes, l'accumulation des réserves de change protège ces pays contre le risque d'un arrêt brusque des capitaux mais il faut reconnaître que ces chocs peuvent être extrêmement importants.

Il existe d'intéressantes leçons à tirer des politiques mises en place par ces quatre pays pour surmonter la crise financière de 1997, notamment celles de la Malaisie.

Premièrement, il existe des alternatives aux conditions du plan d'ajustement structurel du FMI. La Malaisie a montré que ces nouvelles approches existent et peuvent être appliquées d'une manière réussie tout en obtenant les mêmes résultats que ceux obtenus sous les conditions du FMI.

Deuxièmement, la flexibilité politique est un élément important pour un pays en développement. L'expérience Malaisienne a également montré que si un pays est en mesure d'éviter de se tourner vers le FMI, il peut éviter les politiques imposées par ce dernier qui ne sont pas adaptés au cas particulier de chaque pays. Il peut alors choisir ses propres politiques et les modifier si elles se révèlent inadaptées. Au début de la crise, la Malaisie a adopté

plusieurs éléments des politiques du FMI comme des politiques budgétaire et monétaire strictes, mais lorsque ces dernières se sont avérées inadaptées et ont aggravé la situation économique, le gouvernement malaisien a eu la latitude d'adopter une approche différente.

Troisièmement, une stratégie cohérente de lutte contre la crise doit être considérée comme un ensemble intégré de politiques. Les décideurs politiques font souvent (voire toujours) face à des dilemmes en ce qui concerne les décisions qu'ils doivent prendre, étant donné qu'ils ont de multiples objectifs et que le même instrument politique destiné à atteindre un objectif peut avoir un impact négatif sur l'atteinte de l'un ou l'autre des objectifs. Dans le cas de la Malaisie, il est utile d'analyser et d'évaluer les différents éléments de la politique en tant que parties d'une approche intégrée. Ainsi, chaque élément doit être considéré non seulement selon ses propres mérites ou selon son rôle en regard d'un objectif particulier, mais aussi selon l'effet qu'il peut avoir sur un autre élément ou sur un autre objectif. Un élément particulier ou une politique particulière peut ne pas avoir le même résultat s'il n'est pas en conjonction avec un autre élément de la politique. Par exemple, la réduction des taux d'intérêt était un élément important pour le sauvetage de la microéconomie et la relance de la l'économie réelle, mais elle aurait pu dévaluer le ringgit et menacer toute l'économie en provoquant un défaut de paiement de la dette. Le taux d'intérêt devait donc être séparé du taux de change. La Malaisie a donc mis en place un nouvel instrument politique: la fixation du taux de change à une parité fixe par rapport au dollar américain. Cependant, cette politique seule aurait été insuffisante parce que: 1) la spéculation sur la monnaie aurait encore pu avoir lieu sur les marchés étrangers et 2) il y avait encore des possibilités de fuite des capitaux susceptibles de constituer une menace pour les réserves de change et de rendre le maintien du taux de change fixe insoutenable. Ainsi, outre la fixation du taux de change par rapport au dollar, la stabilisation de la monnaie nécessitait aussi deux autres instruments politiques: 1) mettre fin à la spéculation en outre-mer, en interdisant les échanges de ringgits à l'étranger et 2) introduire des contrôles sélectifs afin de réguler la circulation des capitaux. Ainsi, à partir d'un objectif politique majeur (relancer les entreprises locales et l'économie locale) et d'un seul instrument de politique (la réduction des taux d'intérêt), nous nous retrouvons avec plusieurs autres outils politiques et objectifs.

Est ce que la stratégie Malaisienne peut être reproduite dans d'autres pays en crise? Il n'existe pas de solution unique qui s'applique à tout les pays. Les politiques qui ont été appropriées en Malaisie peuvent ne pas l'être dans d'autres pays, soit parce que ces derniers ont des conditions différentes (économiques, politiques, institutionnelles, etc.) ou parce qu'ils

ont des objectifs différents. Pour commencer, la Malaisie n'avait pas de problème de service de la dette extérieure, elle n'était pas obligée de demander l'aide du FMI. Les pays confrontés à un défaut de paiement de la dette n'ont souvent pas le choix et s'ils demandent l'aide du FMI, ils n'ont pas les options dont la Malaisie a bénéficié sauf si le FMI modifie sa propre approche et laisse une marge de manœuvre plus large aux pays. C'était le cas de la Corée du Sud, de l'Indonésie et de la Thaïlande qui étaient au bord de la faillite.

En ce qui concerne le contrôle des capitaux, les politiques conduites par la Malaisie ont été adaptées aux conditions locales. La réglementation Malaisienne qui a limité les prêts étrangers aux entreprises locales ayant des recettes en devises étrangères, s'est avérée très utile et a pu éviter à la Malaisie une augmentation rapide et excessive de la dette extérieure à court terme. Les pays peuvent et devraient envisager un recours aux contrôles de capitaux dans le cadre des instruments politiques disponibles. Il existe un large éventail de contrôles de capitaux applicables aux flux entrants et sortants. Dans certains cas et pour prévenir une crise, les contrôles sur les flux entrants peuvent être plus efficaces. La dette extérieure à court terme a été un facteur majeur de la crise en Thaïlande, en Indonésie et en Corée du Sud. Les contrôles de capitaux en Malaisie ont été appliqués seulement au flux sortants et aux résidents locaux. Il n'y avait pas de restrictions sur les transactions liées au commerce ou sur les transactions impliquant des investissements étrangers directs, ce qui a été bénéfique pour l'économie Malaisienne qui est très dépendante du commerce et des IDE. Les pays confrontés à une situation différente pourraient choisir d'appliquer des contrôles différents et plus appropriée sur l'ensemble de flux.

Afin qu'un régime de change fixe et qu'un système de contrôle des flux de capitaux puissent fonctionner, un certain degré de capacité institutionnelle et d'efficacité administrative peut être exigé afin de réussir la mise en œuvre et la prévention des fuites de capitaux ou d'empêcher la création d'un marché noir de capitaux. La Malaisie avait les capacités administratives nécessaires et cela a contribué à la mise en œuvre de ces politiques. Les pays qui n'ont pas cette capacité peuvent ne pas être en mesure de mettre en œuvre le même type de politique avec tant de succès.

En ce qui concerne les politiques macroéconomiques, la stratégie de Malaisie était censée suivre la prescription keynésienne qui stipule que: dans une situation de récession, un faible taux d'intérêt et des politiques monétaires et budgétaires expansionnistes permettent le redressement de l'économie. La stratégie Malaisienne se distinguait de celles des autres pays parce que les conditions du FMI interdisent aux pays bénéficiaires des fonds de sauvetage de poursuivre de telles politiques macroéconomiques. De nombreux pays développés, y compris

les États-Unis, suivent la même stratégie que celle de la Malaisie qui semble cohérente avec le point de vue de Joseph Stiglitz[508]. En effet, ce dernier pense que s'il y a tant de méfiance envers le FMI et la Banque mondiale c'est à cause de la différence entre la politique que ces institutions mènent dans les pays industrialisés et la politique qu'elles imposent aux pays en développement. Stiglitz croit que « le contraste entre la manière dont a été gérée la crise asiatique de 1997 et la gestion de la crise financière de 2008 aux Etats-Unis démontre bien que ces institutions traitent différemment les problèmes dans les PED et dans les pays développés. En Asie, le FMI a voulu s'assurer que les créanciers occidentaux seraient remboursés. C'est pourquoi les taux d'intérêts ont été augmentés. Alors qu'aux Etats-Unis les taux d'intérêt ont été baissés. Les politiques menées en Asie ont généré la récession puis une forte dépression alors qu'aux Etats-Unis les taux d'intérêts ont été baissés pour essayer de prévenir la récession».

L'interdépendance des échanges et des investissements dans la région asiatique a contribué à la propagation rapide de la crise qui s'est déclenchée du fait de la spéculation sur le baht thaïlandais en juillet 1997. Les réformes on apporté des améliorations significatives mais il se peut qu'elles ne parviennent pas à protéger les économies de la région contre un choc extérieur futur. Compte tenu de cette interdépendance régionale croissante, une coopération entre les pays de la région pourrait constituer un axe majeur pour la poursuite de ce mouvement de réforme en vue d'une plus grande stabilité économique et financière.

[508] Stiglitz J., « Le monde selon Stiglitz », émission diffusé par la chaine française arte le 10 mars 2009.
Voir aussi: Stiglitz J., "*Making Globalization Work*", ed W. W. Norton & Company, New York, Septembre 2006.

Abréviations

ABS	Asset Backed Securities
ARBI	Agence de Restructuration des Banques Indonésiennes
ASF	Agence de Surveillance Financière
BAAC	Bank for Agriculture and Agricultural Co-Operatives
BAFIA	Banking and Financial Institutions Act
BBC	Bangkok Bank of Commerce
BCE	Banque Centrale Européenne
BEX	Bond Electronic Exchange
BIBF	Bangkok International Banking Facilities
BII	Bank International Indonesia
BOK	Bank Of Korea
CDRC	Corporate Debt Restructuring Committee
CFS	Comité de Surveillance Financière
CNUCED	Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement
CSF	Comité de Surveillance Financière
EPNF	Entreprises Publiques Non Financières
FIBA	Financial Institutions Business Act
FIDF	Financial Institution Development Fund
FMI	Fonds Monétaire International
GGI	Consultative Group for Indonesia
IBRA	Indonesian Bank Restructuring Agency
IDE	Investissement Direct Etranger
IDH	Indice de Développement Humain
IFNB	Institutions Financières Non Bancaires
IFS	Institutions Financières Spécialisées
KAMCO	Korea Asset Management Corporation
KLSE	Kuala Lampur Stock Exchange
MIF	Pays les Moins Intégré Financièrement
MRCE	Mécanisme du Régime de Change Européen

NEAC	National Economic Action Council
OLI	Ownership, Location and Internalization advantages
OMC	Organisation Mondiale du commerce
ONU	Organisation des Nations Unies
PAS	Plan d'Ajustement Structurel
PDMT	Plan de Développement à Moyen Terme
PED	Pays En Développement
PIB	Produit Intérieur Brut
PIF	Pays les Plus Intégré Financièrement
PME	Petites et Moyennes Entreprises
PNB	Produit National Brut
PPTE	Pays Pauvres les Plus Endettés
PSC	Prêts Subordonnés Convertibles
RCE	Régime de Change Européen
RFS	Rémunération de Frais de Service
SBI	Sertificasi Bank Indonesia
SFI	Société Financière Internationale
SGP	Système Généralisé de Préférences
SME	Système Monétaire Européen
TVA	Taxe sur la Valeur Ajoutée
UE	Union Européenne
UEM	Union Economique et Monétaire
VAR	Value At Risk

Bibliographie

Livres:

Adda J., « *La mondialisation de l'économie»,* ed La Découverte, Paris 1997.

Adda J., « *La Mondialisation de l'économie »,* ed La Découverte, Paris, 2004.

Agâenor P.R., " *The Asian financial crisis : causes, contagion and consequences*", ed Cambridge University Press, United Kingdom and New York, 2006.

Aglietta M., « La globalisation financière », In « *L'économie mondiale 2000* », ed La Découverte, collection Repères, Paris, 1999.

Agostino S., « *La Mondialisation* », ed Bréal, Paris, 2002.

Alternatives Sud, *« Raisons et déraisons de la dette. Le point de vue du Sud »*, Vol IX, 2-3, ed Centre tricontinental et L'Harmattan, Louvain-la-Neuve et Paris, 2002.

Amable B.*, « Les Systèmes d'innovation à l'ère de la globalisation*», ed Economica, Paris, 1997.

Amin S. et Houtart F., « *Mondialisation des résistances: l'état des Luttes 2002 »,* ed l'Harmattan, Paris, 2002.

Amin S., « *Les Défis de la mondialisation*», ed l'Harmattan, Paris, 1996.

Amin S., «*Mondialisation et accumulation»,* ed L'Harmattan, Paris 1993.

Ammar S., *« Can a Developping Economy Manage its Macroeconomy ? The case of Thailand»*, In "Thailand's Boom and Bust", ed Thailand Development Research Institute, 1997.

Arrow K.J., "*The Potentials and Limits of the Market in Resource Allocation*", in Feiwel G., "*Issues in Contemporary Microeconomics and Welfare*", ed Macmillan, London, 1985.

Arteta C., Eichengreen B. and Wyplosz C., "*On the Growth Effects of Capital Account Liberalization*", University of California, Berkeley, 2003.

Athukorala P., "*Malaysia*", in Ross H.M. and Ross G., "*East Asia in Crisis: from being a miracle to needing one?*", ed Routledge, London, 2007.

Athukorala P.C., "*Crisis and Recovery in Malaysia: The Role of Capital Controls*", ed Edward Elgar, UK, 2001.

Auer P., Besse G. et Méda D., «*Délocalisations, normes du travail et politique de l'emploi: vers une mondialisation plus juste?»,* ed La Découverte, Paris, 2005.

Azuelos M., « *Pax Americana: de l'hégémonie au leadership économique »,* ed Presses de la Sorbonne Nouvelle, Paris, 1999.

Bailliu J., "*Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries*", in Arteta C., Eichengreen B. and Wyplosz C., "*On the Growth Effects of Capital Account Liberalization*", University of California, Berkeley, 2003.

Balassa B., "*The theory of Economic Integration*", ed Richard D. Irwin Inc, Homewood, Illinois, 1961.
Balme R., « *Les Politiques du néo-régionalisme: action collective régionale et globalisation*», ed Economica, Paris, 1996.

Bangkok Post, *« Thanong to quit in reshuffle »*, October 20, 1997, In Hewison K., "*Political Change in Thailand: Democracy and Participation*", ed Routledge, New York, 1998.

Barrau A., «*L'Union Européenne face à la mondialisation*», ed Assemblée Nationale, Paris, 2001.

Barro R.-J., "*Les Facteurs de la Croissance Economique: une Comparaison Empirique des données par pays »,* ed Economica, Paris, 2000.

Battistoni-Lemière A., «*L'Espace mondialisé: flux, acteurs, enjeux*», ed Ellipses, Paris, 2004.

Baudrand V., « *Les Éléments clés de la mondialisation*», ed Studyrama, Levallois-Perret, 2002.

Bayart J.-F., « *Le Gouvernement du monde: une critique politique de la globalisation*», ed Fayard, Paris, 2004.

Bélanger M., « *Institutions économiques internationales: la mondialisation économique et ses limites*», ed Economica, Paris, 1997.

Benicourt E. et Guerrien B., *«La théorie économique néoclassique »,* ed La Découverte, Paris, 2008.

Berg A. et al., "*Re-establishing a Credible Nominal Anchor after a Financial Crisis*". In Collyns C. and Russell G.K., "*Managing Financial Crises: Recent Experience and Lessons from Latin America*", ed Inetrnational Moneratry Fund, Washington , 2003.

Bergstein C., *« The Asian Monetary Crises: Proposed Remedies »,* ed Institute for International Economics, Washington D.C., November 13, 1997.

Bidet E., "*Corée du Sud. Économie sociale et société civile »*, ed L'Harmattan/Innoval, 2003.

Billion D., «*L'Europe et la mondialisation»*, ed Presses Universitaires de France, Paris, 2002.

Bouchet M.H., «*La Globalisation: introduction à l'économie du nouveau monde»,* ed Pearson Education, Paris, 2005.

Boyer R., Dehove M.et Plihon D., « *Les crises financières* », ed La Documentation française. Paris, 2004.

Brasseul J., «*Un Monde meilleur?: pour une nouvelle approche de la mondialisation »,* ed A. Colin, Paris, 2005.

Brecher J. and Costello T., "*Global Village or Global pillage:Economic Reconstruction from the Bottom Up" edition* South End Press, Boston , 1994.

Brittan L., "*Globalisation vs Sovereignty? The European Response.The 1997 Rede Lecture and Related Speeches*", ed Cambridge University Press, Cambridge, 1998.

Briys E., « *La Mondialisation financière: enfer ou paradis?»*, ed Economica, Paris, 1999.

Cabin P., «*L'Économie repensée: le renouveau théorique, le marché dans la société, la globalisation, la croissance et l'emploi, les politiques économiques»,* ed Presses Universitaires de France, Paris, 2000.
Calvo G. and Reinhart C.., "*When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options,*" ed University of Maryland, Department of Economics and School of Public Affairs, Baltimore, June 1999.

Calvo G. and Vegh C., *« Inflation Stabilization: In handbook of Macroeconomics»*, ed J. Taylor and M. Woodford, Netherlands, 1999.

Calvo J. and Reinhart C.M., "Capital Flow Reversals, the Exchange Rate Debate, and Dollarization", in Calvo J., "*Varities of Capital-Market Crises*", in Leiderman L. and Razin A., "*Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment, and Growth*", ed Cambridge University Press, Cambridge, 2002.

Camara M. et Salama P., *«L'Insertion Différenciée aux Effets Paradoxaux des Pays en Développement»* In Caprio J. and Honohan P., "*Restoring Banking Stability: Beyond Supervised Capital Requirements*", In Stulz R., "*International Portfolio Flows and Security Markets*: *International Capital Flows*", University of Chicago Press, Chicago and London, 2004.

Caprio, G. and Levine, R., "*Corporate Governance in Finance: Concepts and International Observation*". In: Litan R.E. et al., "*Financial Sector Governance: The Roles of Private and Public Sectors*", ed Brookings Institution Press, Washington, 2002.

Cardebat J.-M., « *La Mondialisation et l'emploi»,* ed La Découverte, Paris, 2002.

Cavallo M. et al., *« Exchange Rate Overshooting and the Costs of Floating »,* ed New York University Press, April 2002.

Chang H.J., "*The Korean Economic Crisis: the result of under-regulation*", JPRI Critique, Vol 5, N°2, February 1998, In Robinson R. et al., "*From Miracle to Meltdown: The End of Asian Capitalism?*", ed Routledge, London, 1998.

Chang H.-J., Palma G. and Whittaker D.H., "*Financial liberalization after the Asian crisis*", ed Palgrave, New York, 2001.

Chang S.-J., "*Financial crisis and transformation of Korean business groups: The rise and fall of cheabols*", ed Cambridge University Press, Cambridge, UK & New York, 2003.

Chantepie P., «*La Nouvelle Politique Économique: l'état face à la mondialisation»,* ed Presses Universitaires de France, Paris, 1997.

Chesnais F. et De Brunhoff S., «*La Mondialisation financière: genèse, coût et enjeux»*, ed Syros, Paris, 1996.

Chin K.F.and Jomo K.S., "*Financial Liberalisation and System Vulnerability: Malaysian Eclipse: Economic Crisis and Recovery*", ed Zed Books, London, 2001.

Cho S., "*The Dynamics of Korean Economic Development*", ed Institute for International Economic, Washington, 1998.

Cho Y.J. and Rhee C., "*Macroeconomic Views of the East Asian Crisis: A Comparison*", in David T. C. and Kim S.J.,"*Korean Crisis and Recover*", ed IMF and Korea Institute for International Economic Policy , Washington and Seoul, 2002.

Cho Y.J., *What Have We Learned from the Korean Economic Adjustment Program?* in David T.C. and Kim S.J. "*Korean Crisis and Recovery*, ed International Monetary Fund and Korea Institute for International Economic Policy, Washington and Seoul, 2002.
Chopra A. et al., *From Crisis to Recovery in Korea: Strategy, Achievements, and Lessons*, in David T. C. and Kim S.J., *Korean Crisis and Recover*, ed IMF and Korea Institute for International Economic Policy , Washington and Seoul, 2002.

Chow C.Y. and Bates G., *Weathering the storm: Taiwan, its neighbours and the Asian financial crisis*, *ed Brookings Institute Press, Washington D.C., 2000.*

Chua A., *« Worls on Fire : How Exporting free marketDemocracy Breeds Ethnic Harted and Global Instability »,* ed Doubleday, New York, 2002, p.21-29

Chung U.C., *The Korean Economy: Before and After the 1997 Crisis*, paper presented at the conference "The Korean Economy: Beyond the Crisis," organized by the Research Center for International Finance, School of International and Area Studies, Seoul National University, October 4–5, 2002. In David T. C. and Kim S.J., *Korean Crisis and Recover*, ed IMF and Korea Institute for International Economic Policy , Washington and Seoul, 2002.

Claessens S. and Forbes K., *International Financial Contagion*, ed Kluwer Academic Publishers, Netherlands, 2001.

Claessens S. et al., *Korea's Financial Sector Reforms,* in Hunter W.C., Kaufman G.G. and Krueger T.H. , *The Asian Financial Crisis: Origins, Implications, and Solutions*, ed Kluwer Academic Publishers for the Federal Reserve Bank of Chicago and the IMF, Massachusetts 2002.

Coe D.T. and Kim S.J., " *Korean Crisis and Recovery*, ed International Monetary Fund and Korea Institute for International Economic Policy, Washington and Seoul, 2002.

Cohen E., «*La Tentation hexagonale: la souveraineté à l'épreuve de la mondialisation»,* ed Fayard, Paris, 1996.

Collignon S. and Pisani F.J., *Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries*, ed Routledge, London, 1998.

Corsetti G., Pesenti P. and Roubini N., *What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?*, ed New York University, New York, 1998.

Cortes O. et Pisani-Ferry J., « *Mondialisation, convergence et inégalités »,* ed La Documentation Française, Paris, 1997.

Cover T.M. and Thomas J.A., "*Elements of information theory*, ed Wiley-Interscience, New York, 1st Edition 1991.

Crochet A., « *Globalisation et firmes-réseaux : le modèle américain* », in Esposito M-C. et Azuelos M. (eds), « *Mondialisation et domination économique : la dynamique anglo-saxonne* », ed Economica, Paris, 1997.

Crochet A., « *L'élargissement de l'Union européenne aux pays de l'Est : concurrence ou complémentarité des pays du Tiers Monde* », in Du Réau Elisabeth, « *L'élargissement de l'Union européenne* », ed P.S.N., Paris, 2001.

Crochet A., *« La globalisation, stade ultime de la convergence? »,* in Faugère J.P. et al., « Convergence et diversité à l'heure de la mondialisation », Economica, Paris, 1997.

Crochet A., « *Mondialisation et régionalisation : les déterminants exogènes de l'ALENA* », in Azuelos et Alii (eds), « *Intégration dans les Amériques : dix ans d'ALENA* », ed P.S.N., Paris, 2004.

De Senarclens P., « Maitriser la mondialisation : la régulation sociale internationale », ed Presse de Sciences Po, Paris 2000.

Delaunay J.-C., « *La Mondialisation en question »*, ed l'Harmattan, Paris, 1999.

Dollfus O., «*La Mondialisation»,* ed Presses de Sciences Po, Paris, 1997.

Donaldson C. and Gerard K., "*Economic objectives of health care: The Visible Hand*", ed Macmillan, London, 1993, p.87.

Donaldson C. and Gerard K., "Economic objectives of health care: The Visible Hand", ed Macmillan, London, 1993, p.87.

Doner R.F. and Unger D., "*The Politics of finance in Thai Economic Development*", In Haggard S. and Ithaca A., "*The Politics of Finance in Developing Countries*", ed Cornell University Press, New York, 1993.

Dooley M.P. and Frankel J.A., "*Managing Currency Crises in Emerging Markets*", ed National Bureau of Economic Research and University of Chicago Press, Cambridge and Chicago, IL, 2003.

Dourille-Feer E. et Nishikawa J., «*La Finance et la monnaie à l'âge de la mondialisation: examen comparatif de l'asie et de l'Europe*», ed l'Harmattan, Paris, 2004.

Dunning John H., "*International Production and the Multinational Enterprise*", ed George Allen and Unwin, London, 1981.

Dufour J.F., *Les NPI Asiatiques*", ed Dunod, Paris, 1998.

Dunning John H., "*Trade, Location of Economic Activity and MNE: A Search for an Eclectic Approach*", In Ohlin B., Hesselborn P.O. and WijKman P.M., "*The International Allocation of Economic Activity*", ed. Macmillan, London, 1977, pp.395-418.

Duran J., Mulder N. et Onodera O., *« Libéralisation des échanges et performances économiques: Comparaison de l'Asie de l'Est et de l'Amérique Latine, 1970-2006 »,* Documents de travail de l'OCDE sur la politique commerciale, N° 70, ed OCDE, Paris, 2008.

Edison H., Klein M., Ricci L. and Sløk T., "*Capital Account Liberalization and Economic Performance: A Review of the Literature*", in Takatoshi I. and Krueger A., "*Regional and Global Capital Flows: Macroeconomic Causes and consequences*", University of Chicago Press, Chicago 2002.

Edwards S. and Frankel J.A., "*Preventing Currency Crises in Emerging Markets*", ed National Bureau of Economic Research and University of Chicago Press, Cambridge and Chicago, 2002, p.48.

Eichengreen B. and Hausmann R., "*Exchange Rates and Financial Fragility*", ed University of Chicago Press, Chicago, 1999.

Eichengreen B. et al., "*Original Sin: The Pain, The Mystery, and the Road to Redemption*", ed Harvard University Press, August 2003.

Eichengreen B., Rose A.K., Wyplosz C., " *Speculative Attacks on Pegged Exchange Rates. An Empirical Exploration with Special Reference to the European Monetary System*", in: Canzoneri M.,

EthierW., Grilli V., *The New Transatlantic Economy*, ed Cambridge University Press, Cambridge and New York, 2001.

Eichengreen B., *Capital Flows and Crises*, ed Cambridge University Press, Cambridge, 2002.

Eichengreen, B., "*Capital Flows and Crises*, ed NBER, New York, 2004.

Esposito M-C et Azuelos M., «*Mondialisation et domination économique: la dynamique anglo-saxonne*», ed Economica, Paris, 1997.

Faini R., Jaime de Melo and Klaus F. Z., *Trade and Migration: An introduction*, ed Cambridge University Press, Cambridge, 1999.

Fau J., « *Acteurs et fonctions économiques dans la mondialisation*», ed Harmattan, Paris, 2002.

Faugère J.-P. et al., «*Convergence et diversité à l'heure de la mondialisation»*, ed Economica, Paris, 1997.

Faure M.G. et Hartlief T., "*Insurance and expanding systemic risks*, contribution au projet de l'OCDE sur les risques systémiques émergents, repris dans Policy issues in insurance, n°5, OCDE, Paris, 2003.

Feldstein, M. S. , *Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies: An Overview of Prevention and Management*, ed University of Chicago Press, Chicago, 2003.

Fischer S., *IMF essays from a time of crisis: The international financial system, stabilization and development*, ed MIT Press, Cambridge, Mass., 2004.

Fischer S., *The Asian Crisis, A view from the IMF*, Adress to the mid-winter conference of the Bankers' Association for foreign Trade, Washington DC, 22 January 1998, In Robison et al., *From Miracle to Meltdown: The End of Asian Capitalism?*, ed Routledge, London, 1998.

Kengne F. et Metton A., «*Economie informelle et développement dans les pays du sud à l'ère de la mondialisation*», ed Presses Universitaires de Yaoundé, Yaoundé, 2000.

Folkerts-Landau D. et al., *« Effect of Capital Flows on the Domestic Financial Sector in APEC Developing Countries »,* In Khan M.S. and Reinhart C.M., *Capital Flows in the APEC Region*", IMF, Washington, 1995.

Fukasaku K. et al., *Miracle, Crisis and Beyond. Policy Coherence Towards East Asia: Development Challenges for OECD Countries*", ed OECD, 2005.

Gélinas J. B., «*La Globalisation du monde: laisser faire ou faire?*», ed Écosociété, Montréal, 2001.

Genberg H. et al., *Official Reserves and Currency Management in Asia: Myth, reality and the future*, ed International Center for Monetary and Banking Studies, Centre for Economic Policy Research, 2005.

Gertler M., Gilchrist S. and Natalucci F., *External Constraints on Monetary Policy and the Financial Accelerator*, ed New York University, New York, 2000.

Gill S and Law D., "*The Global Polictical Economy: Perspectives, Problems and Policies*, ed Johns Hopkins University Press, Baltimore, 1988.

Goldstein M. and Turner P., *Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets*, ed Institute for International Economics, Washington, 2004.

Goldstein M. and Reinhart C., *Forecasting Financial Crises: Early Warning Signals for Emerging Markets*, ed Institute for International Economics, Washington, 1997.

Goldstein M., "*The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications,* ed Institute for International Economics, Washington, 1999.

Gourinchas P.O. and Jeanne O., *On the Benefits of Capital Account Liberalization for Emerging Economies*, In Stulz R., *International Portfolio Flows and Security Markets*: *International Capital Flows*, ed University of Chicago Press, Chicago and London, 2004.

Haggard S., *The political economy of the Asian financial crisis*, Ed. Institute for International Economic, Washington, 2000.

Hak-Min K., "*Globalization of International Financial Markets: Causes and Consequences*, ed Ashgate Publishing Limited, Hants, 1999.

Handley P., *More of the same?: Politics and business, 1987-96*, ed. Routledge & Kegan Paul, 1997.

Harwoord A., Litan R. and Pomerleano M., *Financial markets and development: The crisis in emerging markets*; *ed Brookings Institute Press, Washington D.C., 1999.*

Hettne B, Inotai A and Sunekal O, "*Globalism and the New Regionalism*, ed MacMillan Press Ltd, London, 1999.

Hochraich D., «*Mondialisation contre développement. Le cas des pays asiatiques»*, préface de Robert Boyer, ed Syllepse, Paris, 2002.

Houée P., «*Le Développement local au défi de la mondialisation*», ed l'Harmattan, Paris, 2001.

Hunter W.C., Kaufman G. and Krueger T.H., *The Asian financial crisis: origins, implications and solutions*, *Ed. Kluwer Academic, Boston, 1999.*

Hymer S.H., *The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment*, ed MIT Press, Cambridge, 1976.

Imbs J. and Wacziarg R., "*Stages of Diversification*", In Stulz R., *International Portfolio Flows and Security Markets*: *International Capital Flows*, ed University of Chicago Press, Chicago and London, 2004.

Indef T., *Bank Restructuring in Indonesia*, ed Institute of Southeast Asian Studies, Singapore, 2006.

Ishikawa S., *« Indonesia's Medium-term Development Plan and Public Debt Sustainability »,* ed Country Economic Analysis Department, JBIC Institure, Osaka, Japan, 2007.

Jackson K.D., *The Asian contagion: the causes and consequences of a financial crisis*, ed Westview, Boulder, colo, 1999.

Jomo K.S., Liew S.Y., and Kaehler L., *Capital Flows Volatility*, ed. Zed Books, London, 2001.

Joseph A. et al., *« Traité de comptabilisation: Répertoire documenté des imputations* », ed. De Boeck University, 2005.

Kamar B., *« Politiques de Change et Globalisation»,* ed l'Harmattan, Paris, 2005.

Kaminsky G. and Reinhart C.M., *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems*, in Takatoshi I. and Krueger A., "*Regional and Global Capital Flows: Macroeconomic Causes and consequences*, University of Chicago Press, chicago 2002.

Kang M.H., *« The Korean Business Conglomerate: Cheabol Then and Now »,* Korea Research Monograph N° 21, ed Institute of East Asian Studies, University of California, Berkeley, 2003.

Kim K.-W., *Post Crisis transformation of the Korean economy: a review from 1998 to 2002*, ed Samsung Economic Research Institute, Seoul, 2003.

Kirida B., *« Thailand's Road to Economic Crisis: A brief overview »,* In Hewison K., "*Political Change in Thailand: Democracy and Participation*, ed Routledge, New York, 1997.

Komatsu M., "*The framework and problems of Indonesia's monetary policy*, In Hisayuki M., *Monetary policy regime and currency crisis*, ed Institute of Developing Economies, Indonesia, 2003;

Komatsu M., *Financial Development in Developing Countries*, in Ishikawa S., *Appraisal of Policies for Development Cooperation*, ed Institute of Developing Economies, Tokyo, March 1996.

Kruger M., Osakwe P.N. and Page J., "*Fundamentals, Contagion and Currency Crises: An Empirical Analysis*, Bank of Canada Working Paper, N°10, 1998, In Pesenti P. and Tille C., "*The Economics of Currency Crises and Contagion: An Introduction*, ed Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, September 2000.

Krugman P., "Saving Asia: It's Time to Get Radical. *Fortune*, *A Guide to Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System*, ed International Monetary Fund, April, 1998.

Krugman P., *What Happened to Asia?*, ed Massachussetts Institute of Technology, Cambridge, January 1998.

Krugman P., *« Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises »,* ed Massachussets Institute of Technology, Cambridge, January 1999.

Krugman P., «*La Mondialisation n'est pas coupable: vertus et limites du libre échange*», ed Découverte, Paris, 1998.

Lachapelle G. et Paquin S., «*Mondialisation, gouvernance et nouvelles stratégies subétatiques»*, ed Presses de l'Université Laval, Laval, Québec, 2004.

Lane T. and al., *IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea and Thailand: A Preliminary Assessment* , ed. IMF, Washington, 1999.

Leiderman L. and Razin A., "*Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment, and Growth*, ed Cambridge University Press, Cambridge, 2002.

Linsmeier T.J. and Pearson N.D., *« Risk Measurement: An Introduction to Value at Risk »,* ed University of Illinois Press, Illinois, July 1996.

Liou K., *Managing economic development in Asia: from economic miracle to financial crisis*, ed Praeger, Westport, 2002.

Litan R.E and Herring R.J., « *Financial Regulation in the Global Economy*, ed The Brookings Institution, Washington, 1995.

Loriaux M. at al., *Capital Ungoverned: liberalizing Finance in Interventionist States*, ed Cornell University Press, Ithaca, 1997.

Lucas R.E., *Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries*, American Economic Review 80, 1990, p.92-96 In Obstfeld M. and Taylor A., "*Global Capital Markets: Crisis and Growth*, ed Cambridge University Press, Cambridge, 2004, p.7.

Mackay D., "*Information Theory, Inference, and Learning Algorithms*, ed Cambridge University Press, Cambridge, 1st edition, 2003.

Mahani Z.A., "*Rewriting the Rules: The Malaysian Crisis Management Model*", ed Prentice Hall, Kuala Lumpur, 2002.

Mander J. and Goldsmith E., "The Case against the Global Economy and for a Turn Toward the Local", ed Sierra Club, San Francisco, 1996.

Marklew V., *Cash, crisis and corporate governance: the role of national financial systems in industrial restructuring*, ed University of Michigan Press, Ann Arbor, 1995.

Maxfield S., *"Financial Reform and Market Democracy in East Asia and Latin America*, paper presented at National Endowment for Democracy conference on State, Market, and Democracy in East Asia and Latin America, Santiago, 1999, In Rodrik Dani, "*The New Global Economy and Developing Countries: Making Openness Work*, ed Overseas Development Council, Washington, 1999.

McKinnon R. I., "Exchange Rates Under the East Asian Dollar Standard: Living with Conflicted Virtue", ed MIT Press, Cambridge, USA, 2005.

Millet D. et Toussaint E., « *50 questions, 50 réponses sur la dette, le FMI et la Banque mondiale»*, ed Comité pour l'annulation de la dette du tiers-monde et Syllepse, Bruxelles et Paris, 2002.

Mishkin F.S., *« The Economics of Money, Banking and Financial markets*, ed Addison-wesley, Boston, 8th edition, 2007.

Morgan Stanley Capital International, *International Equity Indices*, edition MSCI, Washington, 1998.

Nicholson W., "*Microeconomic Theory: Basic Principles and Extension*. Ed Dryden Press (7th edition), New York, 1997.

Norel P., « *Problèmes du développement économique »,* ed du Seuil, Paris 1997.

North D., *« Institutions, Institutional Change, and Economic Development »,* ed Cambridge University Press, Cambridge 1990.

Nukul Commission Report, "*Analysis and Evaluation of the Facts Behind Thailand's Economic Crisis*, ed. Thailand Development Research Institute, Bangkok, 1998.

O 'Brien R, *The Global Financial Integration: The End of Geography*", ed Pinter Publishers Limited, London, 1992.

Obstfeld M. and Rogoff A.M., *The Global Capital Market: Benefactor or Menace?*, ed Princeton University Press, Princeton, 1998.

Obstfeld M. and Taylor A., *Global capital Markets: integration, crisis and growth*, ed Cambridge University Press, Cambridge, UK & New York, 2004.

Ohmae k, "*Triad Power: The Coming Shape of Global Competition*, ed Free Press, New York, 1985.
Pangestu M. and Manggi H., *« The Boom, Bust and Restructuring of Indonesian Banks »,* ed Institute of Southeast Asian Studies, Singapore, 2005.
Parista Y., *Recovery efforts return to square one*, In Hewison K., "*Political Change in Thailand: Democracy and Participation*, ed Routledge, New York, 1997.

Park B. and Kim J.N., "*Comparison between Korea and Malaysia*, ed Samsung Economic Research Institute, Seoul,1999.

Park B., *Malaysian economy in the midst of foreign exchange crisis in Southeast Asia.*, ed Samsung Economic Research Institute, Seoul, 1998.

Park Y.C. and Song C.Y., *Managing foreign Capital Flows: The experiences of the Republic of Korea*, In Helleiner G., *Intrenational Monetary and Fiscal Issues for the 1990s*, ed UNCTAD, Geneva, 1999.

Pasuk P. and Baker C., *Power in Transition: Thailand in the 1990s*, In Hewison K., *Political Change in Thailand: Democracy and Participation*, ed Routledge, New York, 1998.

Paulet J.-P., «*L'Asie et la mondialisation: croissance et crises*», ed Ellipses, Paris, 1999.

Pettis M., *« The volatility machine »,* ed Oxford University Press, Oxford, 2001.

PNUD, ONU et Richard Jolly, « *Rapport mondial sur le développement humain 1999»,* Publié par De Boeck Université, Paris, 1999.

Ponssard J.-P., «*Concurrence internationale, croissance et emploi: théories économiques et expériences industrielles*», ed l'Harmattan, 1997.

Raffinot M., « *La dette des tiers mondes »,* ed La Découverte, Paris 1993.

Rajan Ramkishen, "*Economic Collapse in Southeast Asia, Policy Study*, ed Lowe Institute of Political Economy, California, March 1999.

Ramesh R., "*Introduction to International Money and Finance*, ed Martin Press, New York, 1998.

Razin A.and Rose A., *Business-Cycle Volatility and Openness: An Exploratory Cross-Sectional Analysis*, In Leiderman L. & Razin A., "Capital mobility: the impact on consumption, investment, and growth", ed Cambridge University Press, Cambridge, 1994, p.48–76.

Reinhart C.M., "Credit *Ratings, Default and Financial Crises: Evidence from Emerging Markets*", in Leiderman L. and Razin A., "*Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment, and Growth*, ed Cambridge University Press, Cambridge, 2002.

Rhee Y., and Song C.Y., *Exchange Rate Policy and Effectiveness of Intervention: The case of Korea*, in Collignon S. and Pisani F.J., *Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries*, ed Routledge, London, 1998.

Robert L., *Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries*, American Economic Review 80, 1990, p.92-96 In Obstfeld M. and Taylor A., "*Global Capital Markets: Crisis and Growth*, ed Cambridge University Press, Cambridge, 2004.

Rodrigue J.-P., «*L'Espace économique mondial: les économies avancées et la mondialisation*», ed Presses de l'Université du Québec, Sainte-Foy, 2000.

Rodrik D., "*The New Global Economy and Developing Countries: Making Openness Work*, ed Overseas Development Council, Washington, 1999.
Rodrik D., *Who Needs Capital Account Convertibility?*, in: Kenen P., *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?*, Essays in International Finance 207, ed Princeton. Institut für Tropentechnologie, 1998.

Rogoff K., *The IMF Strikes back. Foreign Policy 134 (January/February)*, ed. International Food Policy Research Institute, Washington, 2003.

Roubini N. and Setser B., *Bail-ins versus bail-outs: financial crises in emerging markets, private sector involvement in crisis resolution, and alternative approaches to debt restructuring*, ed Institute for International Economic, Washington D.C., 2004.

Roubini N., "Asia is Learning the Wrong Lessons from its 1997–98 Financial Crisis: The Rising Risks of a New and Different Type of Financial Crisis in Asia", ed New York University, NY, May 2007.

Roubini N., *« Debt Sustainability : Theory and Application »,* ed New York University, New York, 2001. Disponible sur : www.stern.nyu.edu/globalmacro/debtsustainability.pdf.

Sachs J.D., "The Wrong Medicine for Asia", The New York Times, November 3, 1997, in Lane T. and al., *IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea and Thailand: A Preliminary Assessment* , ed. IMF, Washington, 1999.

Sachs J.D., *« Do We Need an International Lender of Last Resort? »,* ed Princeton University Press, April 20, 1995.

Samsung Economic Research Institute, « IMF and Economic Structural Reform", ed Samsung Economic Research Institute, Seoul, 1997.

Sato Y., *« Bank Restructuring and the financial Institution Reform »,* In "Reorganizing the Indonesian economy: Structure, Institutions and actors", ed Institute of Developing Economies, JETRO, Chiba, 2006.

Schonfisch K.P. and Seliger B., *ASEAN plus three (China, Japan, Korea) towards an economic union in East Asia?*, ed Hanns Seidel Stiftung, Seoul-Singapore, 2004.

Semedo Gervasio et Patrick Villieu, «*Mondialisation, intégration économique et croissance: nouvelles approches*», ed l'Harmattan, Paris, 1998.

Shanker S., *Globalization, politics, and financial turmoil: Asia Financial Crisis*, ed Cambridge University Press, Cambridge, New York, 2006.

Sharma S.D., *The Asian financial crisis: Crisis, reform, and recovery*, ed Manchester University Press, UK and Palgrave, USA, 2003.

Sikorski T.M., "*Financial Liberalization in Developing Countries*, ed Edward Elgar publishing limited, Cheltenham, 1996.

Stallings, Barbara and Wolfgang Streeck, *Capitalisms in Conflict? The United States, Europe, and Japan in the Post-Cold War World*, in Stallings Barbara, *Global Change, Regional Response: The New International Context of Development*, ed Cambridge University Press, New York, 1995.

Stiglitz J.E., "*Globalization and its Discontents*, ed Norton Publishers, New York, 2003.

Stiglitz J.E., *Restoring the Asian Miracle*, Asian Wall Street Journal, 2 February 1998, In Helleiner G., *Intrenational Monetary and Fiscal Issues for the 1990s*, ed UNCTAD, Geneva, 1999.

Stiglitz J.E., *« Knowledge for Development: Economic Science, Economic Policy, and Economic Advice »,* Annual Bank Conference on Development Economics, ed World Bank, Washington, April 1998.

Stiglitz J.E., *La Grande Désillusion*, ed. Fayard, Paris, 2002.

Stiglitz J.E., "*Making Globalization Work*, ed W. W. Norton & Company, New York, Septembre 2006.

Stulz R., *International Portfolio Flows and Security Markets*: *International Capital Flows*, ed University of Chicago Press, Chicago and London, 2004.

Sumangala D., *Capital Account Convertibility: Theoretical Issues and PolicyOptions,* in Walden B. et al. "*Global Finance: New Thinking on Regulating Speculative Capital Markets*, ed City:Zed Books, New York, 2000.

Surin M. and McCargo D., *Thailand to Raise Structural Steel Imports Duty*, In Hewison K., *Political Change in Thailand: Democracy and Participation*, ed Routledge, New York, 1998.

Takeda M., "Development of the banking sector and structural change", In In Hisayuki M., *Monetary policy regime and currency crisis*, ed Institute of Developing Economies, Indonesia, 2003.

TDRI, "*Social Impacts of the Asian Economic Crisis in Thailand, Indonesia, Malaysia and the Philippines*, ed Thailand Development Research Institute, Bangkok, 1999.

Todaro MP, « Economic Development in the Third World Third Edition", ed Longman, New York, 1985.

Toussaint E. et Zacharie A., « *Le bateau ivre de la mondialisation»*, ed CADTM/Syllepse, Bruxelles-Paris, 2000.

Toussaint E., « *La Bourse ou la Vie, La finance contre les peuples »*, ed CADTM-CETIM-Luc Pire-Syllepse, Bruxelles-Genève-Paris, 1999.

UNCTAD, *Trade and Development Report*, New York and Geneva, 2000.

Van Houtven L., *La Gouvernance du FMI: Processus de décision, surveillance, transparence et responsabilité institutionnelles*, ed FMI, Washington 2002.

Walden B., *The End of the Asian Miracle*, *The Nation*, January 12, 1998: 266, N°2, in Chin K.F.and Jomo K.S., *Financial Liberalisation and System Vulnerability: Malaysian Eclipse: Economic Crisis and Recovery*, ed Zed Books, London, 2001.

Wu K. and Wei S.J., *Foreign Portfolio Investors Before and During a Crises*," in Takatoshi I and Krueger A., *Regional and Global Capital Flows: Macroeconomic Causes and consequences*, ed University of Chicago Press, chicago 2001.

Wyplosz C., "*Speculative Attacks and Capital Mobility*", Paper presented at the Fourth Dubrovnik Conference, Dubrovnik, Croatia 1998. In Yoon I.H. and Kang C.G., *Financial Crisis Theories and the 1997 Financial Crisis in Southeast Asia*, ed Korea University Press, Seoul, 2006.

Documents de travail:

Allen M. et al., *A Balance Sheet Approach to financial Crisis*, IMF Working Paper N°02/210, ed IMF, Washington, December 2002.

Ariyoshi A. et al., *"Country Experiences with the Use and Liberalization of Capital Controls*, IMF Working paper, ed IMF Washington, 2002.

Aziz, J., C. Francesco and R. Salgado, "*Currency Crises: In Search of Common Elements*, IMF Working Paper, N° 67, 2000.

Berg A., *The Asia Crisis: Causes, Policy Responses, and Outcomes,*, IMF Working Paper N°99/138, edition IMF, WashingtonD.C., October 1999.

Bernanke B.S. and Gertler M., *Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations*, Brooking Paper on Economic Activity 3, 1999.

Black S.W., *Korea's response to the three blessings: Adjustment or debt repayments?*, ed Sejong Institute, Seoul, Korea, 1998.

Bordo M.D., Eichengreen B. and Douglas A, *Is Globalization Today Really Different than Globalization a Hundred Years Ago?*, NBER Working Paper 7195, 1999.

Borio C., Furfine C. and Lowe P., "*Procyclicality of the financial system and financial stability: Issues and policy options*, BIS Papers N°1, 2001.

Burnside C. et al., *« On the Fiscal Implications of Twin Crises*, NBER Working Paper 8277, May 2001.

Busch D., *Financial crisis in East Asia and the prospects for recovery*, ed Korea Institute of finance, Seoul, Korea, 1997.

Calvo G. and Mendoza E., "*Regional Contagion and the Globalisation of Securities Markets*, NBER Working Paper 7153, ed National Bureau of Economic Research, Cambridge, June 1999.

Calvo G., Leiderman L. and Reinhart C., *Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors*", IMF Working Paper, Volume 40, March 1993.

Carlson M.A. and Hernandez L., *Determinants and Repercussions of the Composition of Capital Inflows*, IMF Working Paper 02/86, Washington, 2002.

Caprio G. and Klingebiel D., "*Bank Insolvencies: Cross-Country Experience*, World Bank Policy Research Working Paper N°1620, July 1996.

Cha B., *The short run dynamics of a small open economy's external debt*, ed Korea Institute of finance, Seoul, Korea, 1997.

Choi G., *An early warning system for contagions currency crisis*, ed Korea Institute of finance, Seoul, Korea, 2002.

Choi G., *Debt Driven recession and systemic risks in the Korean banking sector*, ed Korea Institute of finance, Seoul, Korea, 2004.

Choi G., *The Korean Experience with financial crisis: A chronology*, ed Korea Institute of finance, Seoul, Korea, 1999.

Corsetti G., Pesenti P., Roubini N., "*What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?*, Working papers N°6833-6834, edition National bureau of economic research, Washington, December 1998.

Crafts N., "*Globalization and Growth in the Twentieth Century*, IMF working Paper, edition IMF, Washington DC, 2000.

Demirguc-Kunt A. and Detragiarche E, *The determinants of Banking Crises: Evidence from developed and Developping Countries*, IMF Working Paper 45, N°1, 1998.

Detragiache E. and Spilimbergo A., *Crisis and Liquidity: Evidence and Interpretation*, IMF Working Papers 01/2, Washington, 2001.

Dornbusch R., *« A Primer on Emerging Market Crises »,* NBER working paper N°8326, ed National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2001.

Dornbusch R., *« Currency Crises and Collapses »,* Brookings Papers on Economic Activity 1999.

Duval R. and Elmeskov J., "*The effects of EMU on structural reforms in Labour and Product markets*", OECD Economics Department Working Papers N°438, ed OECD, Paris, 2005.

Eichengreen B.J. and Mathieson D.J., "*Hedge Funds and Financial Market Dynamics*, IMF Occasional Paper N° 166, Washington, 1998.

Eichengreen B.J., *The EMS Crisis in Retrospect*, NBER (National Bureau of Economic Research) Working Paper, N° 8035, 2000.

Eichengreen B.J., Rose A.K. and Wyplosz C., *Contagious Currency Crises*, CEPR (Center for Economic Policy Research) Working Paper N° 1453, 1996.

Enoch C. et al., *Indonesia: Anatomy of a Banking Crisis Two Years of Living Dangerously 1997 99*, IMF Working Paper N° 52, ed IMF, Washington, 2001.

Enoch C., *Interventions in Bank during Banking Crises: The Experience of Indonesia*, IMF Working Paper N°2, ed IMF, Washington, 2000.

Eswar S. et al., *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, IMF Working Paper N°220, ed IMF, Washington, 2003.

Faini R., *« Is the Brain Drain an Unmitigated Blessing?»,* Discussion Paper No. 2003/64, edition World Institute for Development Economic Research, Finalnd, September 1999.

Fazarri S.M. et al., *« Financial Constraints and Corporate Investment: New Evidence on Financing constraints*, Brooking Paper on Economic Activity 1, 1998.

Feldstein M., *Refocusing the IMF*, NBER Working Paper, National Bureau of Economic Research, Massachusetts N°14800, 2000.

Fujiwara K., *Bankruptcy procedures and the efficiency of corporate debt restructuring in Korea and Japan*, ed Korean Institute for International Economic Policy, Seoul, Korea, 2006.

Gourinchas P.O. et al., *«Lending Booms: Latin America and the World*, NBER working paper N°8249, edition National Bureau of Economic Research, Cambridge, April 2001.

Hahm J.H., *Interest rate and exchange rate exposures of Korean financial institutions: Implication of the propagation of financial crisis*, ed. Korean Institute for International Economic Policy, Seoul, Korea, 2000.

Halac M. and Schmukler S.L., *Distribution Effects of Crises*, World Bank Working Paper, June 2004.

Hamilton C., "*A New Approach to estimation of the Effects of non-tariff barriers to trade: An Application to the Swedish Textile and Clothing Industry*, Working paper N°160, ed Institute for International Economic Studies, University of Stockholm, 1981. Papier disponible sur le lien suivant: http://dspace.wul.waseda.ac.jp/dspace/bitstream/2065/6109/1/KJ00000001011.pdf

Hur S.K., *The impact of liquidity constraints on the distributions and consumption, assets and debts*, ed Korea Development Institute, Seoul, Korea, 2003.

Hwang S.I., *Economic Impact of Foreign debt in Korea*, ed Korean Institute for International Economic Policy, Seoul, Korea, 1997.

Ishii S. and al., *Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability*, IMF Working Paper N° 211, Washington, 2002.

Jeanne O. & Ranciere R., *The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications*, IMF Working Paper WP/06/229, ed IMF, Washington, 2006.

Jeanne O., "*Currency Crises: A Perspective on Recent Theoretical Developments*, CEPR Discussion Paper, N° 2170, 1999.

Jung H.Y. and Lee S., *What will be the main indicators of a debt crisis in East Asian countries*, Ed. Korea Institute of finance, Seoul, Korea, 2002.

Kaminsky G., Lizondo S. and Reinhart C., "*Leading Indicators of Currency Crises,* IMF Staff Papers N°45, March 1998.

Kim C., *Overcoming financial crisis and financial reform in Asia*, ed Korea Deposit Insurance Corporation, Seoul, 2002.

Kim S.J., *Perspectives on Financial Restructuring*, Working Paper N°27, Korea Institute of Finance, 2002.

Kim W. and Byeon Y., *Restructuring Korean bank's short-term debts in 1998: Detailed accounts and their implications*, ed School of Public Policy and Management, Korea Development Institute, Seoul, Korea, 2001.

Kim W.H., *East Asian Latin America Economic Relations: a Korean Perspective for the international financial crisis*, ed. Korean Institute for International Economic Policy, Seoul, Korea, 2000.

Komatsu M., "*Monetary Policies and Money Markets in Indonesia*", Working Paper N°11, Economic Planning Agency of the Japanese Government, Tokyo, 1992.

Kose M.A., Prasad E.S. and Terrones M.E., "*Financial integration and Macroeconomic Volatility*", IMF Working paper, Washington, 2003.

Krugman P., "*Are Currency Crises Self-fulfilling?*", NBER Macroeconomics Annual Review, 1997, p.1.

Krugman P., "*Fire-sale FDI*", NBER Working Paper N°14301, National Bureau of Economic Research, Massachusetts, 1999.

Kwack S.Y., "*Capital inflows and monetary policy in Asia before the financial crisis*", ed Korean Institute for International Economic Policy, Seoul, Korea, 1999.

Kwon J.J. and Nam J.H., "*Distressed corporate debts in Korea*", ed Korean Institute for International Economic Policy, Seoul, Korea, 1999.

Lee C.W., "*The Seoul 2000 Summit: The way ahead for the Asia-Europe Partnership*", ed KIEP, Seoul, August 2000.

Lee J.Y., "*Monetary and financial policies in Korea after the crisis*", ed Korea Institute of finance, Seoul, Korea, 2000.

Lee Y.S., "*Implications of the financial crisis on industrial development in Korea*", ed KIET, Seoul, Korea, 1999.

Levine R., "*Financial Structures and economic development*", PRE Working papers, WPS 849, ed World Bank, Washington, 1995.

Levy-Yeyati E., *« Financial Dollarization : Where Do We stand »*, NBER Working Paper 9830, December 2003.

Lim W. and Hahm J.H., "*Financial globalisation and Korea's post crisis reform: a political economy perspective*", ed Korea Development Institute, Seoul, Korea, 2004.

Loungani P., Mody A.and Razin A., "*The Global Disconnect: The Role of Transactional Distance and Scale Economies in Gravily Equations*" IMF Working Paper, Washington, 2003.

Manasse P., Roubini N. and Schimmelpenning A., "*Predicting Sovereign Debt Crises*", IMF working paper 03/221, ed International Monetary Fund, Washington, November 2003.

Masson P., "*Globalization: Facts and Figures*", IMF policy Discussion Paper PDP/01/04, ed IMF, Washington, 2000.

Mathews J.A., "*Fashioning a New Korean Model out of the Crisis*", JPRI Working Paper N°46, edition Japan Policy Research Institute, San Diego, 1998.

Mayer, "*Globalization, Technology Transfer and Skill Accumulation in Low-Income Countries*", UNCTAD Discussion Paper N°150, 2000.

Mendoza E. and Arellano C., *« Credit Frictions and Sudden Stops in Small Open Economies : An Equilibrium Business Cycle Framework for Emerging Market Crises »,* NBER Working Paper N°8880, edition National Bureau of Economic Research, Cambridge, April 2002.

Mishkin F.S., "*Anatomy of a Financial Crisis*", NBER Working Paper N°W3934, December 1991.

Mishkin F.S., *Lessons from the Asian Crisis*, NBER Working Paper N°7102, April 2002.

Mussa M., *"Factors Driving Global Economic Integration,"* in Hole J., "Global Opportunities and Challenges", IMF Working Paper, August 2000.

Obstfeld M., *The Logic of Currency Crises*, NBER Working Paper N° 4640, in "*Cahiers Economiques et Monétaires*, Banque de France, 1994, p.189-213.

Ockey J., *« Political parties, Factions and Corruption in Thailand »,* NBER Working Paper N°282251, ed NBER, Cambridge, 1995.

Pangestu M. and Manggi H., *The Boom, Bust, and Restructuring of Indonesian Banks*, IMF Working Paper N°66, ed IMF, Washington, 2002.

Park S.R., "*Economic performance of Korean firms and evaluation of restructuring tools during financial crisis*, *ed* Korean Economic Research Institute, Seoul, Korea, 2003.

Park W.A. Choi G., *Was Korea financial crises self fulfilling?* ed Korea Institute of finance, Seoul, Korea, 2000.

Park Y.C. and Wan Y., *Reform of the international financial system and institutions in light of the Asian financial crisis*, ed Korean Institute for International Economic Policy, Seoul, Korea, 2000.

Prasad et al., *Effects of Financial Globalization on Developing Countries*", IMF Working Paper, ed IMF, Washington , 2003.

Quattara A.D., "*Globalization s Challenges for Africa*, IMF Survey, June 1997. Disponible sur le site du Fonds Monétaire International: www.imf.org.

Rhee C.O., *Reconsiderations for effective financial policy after Korean currency crisis*, ed Korean Institute for International Economic Policy, Seoul, Korea, 2000.

Rodrik D. and Kaplan E., *« Did the Malaysian Capital Controls work*, NBER Working Paper N° 8142, ed National Bureau of Economic Research, Cambridge, February 2001.

Roubini N. and Setser B., *Improving the Sovereign Debt Restructuring Process: Problems in Restructuring, Proposed Solutions, and a Roadmap for Reform*, Unpublished paper, 2003. Disponible sur: www.iie.com/publications/papers/roubini-setser0303.pdf. le 11-06-2007.

Rugman A.M., *« Inside the Multinationals, Economics of Internal Markets »,* ed Croom Halm, London, 1981. In Nishikawa J., *Les Investissements Extérieurs Directs Approches Théoriques et multinationalisation des firmes Japonaises*, article disponible sur le lien suivant:

Sachs J.D. and Radelet S., *The Onset of the East Asian Financial Crisis*, NBER Working Paper N°6680, ed National Bureau of Economic Research, Cambridge, August 1998.

Saqib, O.F., "*Interpreting Currency Crises A Review of Theory, Evidence and Issues*, DIW Berlin-German Institute for Economic Research, Discussion Paper, No. 303, 2002.

Saxena S.C., "*Perspectives on Currency Crises*, Indian Council for Research on International Economic Relation Working Paper, N°74, 2001.

Smarzynska B.K. and Wei S.J., *Corruption and Composition of Foreign Direct Investment: Firm-Level Evidence*, NBER Working Paper N° 7969, New York, October 2000.

Sohn C.H., *Debt resolution, cross border M&As governance and control in Korea's post crisis corporate restructuring*, ed Korean Institute for International Economic Policy, Seoul, Korea, 2002.

Sohn C.H., *Korea corporate restructuring since the financial crisis*, ed Korean Institute for International Economic Policy, Seoul, Korea, 2002.

Stein E. and Streb J., "*Elections and the Timing of Devaluations*, Inter-American Development Bank Working Paper, N°396, Washington, 1999.

Suryahadi A. et al., *« The Evolution of Poverty in Indonesia, 1996-1998*, NBER Working Paper 9800, September 2000.
Wang Y., *The Asian Financial Crisis and the need for regional financial cooperation*, ed Korean Institute for International Economic Policy, Seoul, Korea, 1999.

Woo W.T., Carleton P.D. and Rosario B.P., "*The Unorthodox Origins of the Asian Currency Crisis Evidence from Logic Estimation*, ASEAN Economic Bulletin, Vol. 17, N° 2, 2000.

Wyplosz C., *Is East Asia Safe from Financial Crises?*, HEI Working Paper N° 2/2007, ed Graduate Institute of International Studies, Geneva, 2007.

Wyplosz C., *« Globalized Financial Markets and Financial Crises »,* Working Paper presented at the conference on "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 in Amsterdam on March 16-17 1998.

Yeyati E.L., "*Global Moral Hazard, Current Account Liberalization and the Over lending Syndrome*, IMF working papers, July 1999.

Yoshitomi M. and Kenichi O., *Capital-Account Crisis and Credit Contraction,* Working Paper N° 2, edition Asian Development Bank Institute, Tokyo, May 1999.

Yu T.S. and Xu D., *From Crisis to Recovery: East Asia Rising Again?*, ed Samsung Economic Research Institute, Seoul, 2001, p.128.

Zhuang J., *Causes of the 1997 Asian financial Crisis: What can an early warning system tell us*, Ed. Asian Development Bank, 2002.

Revues:

Aitken B. and Harrison A., *Do Domestic Firms Benefit from Direct Foreign Investment?* American Economic Review, Volume 89, June 1999.

Alesina A. and Drazen A., "*Why are Stabilizations Delayed*, American Economic Review, N° 81, 1991.

Bartolini L. and Drazen A., "Capital-Account Liberalization as a Signal," American Economic Review, Volume 87, N°1, March 1997.

Bello W., *Addicted to Foreign Capital*, Bangkok Bank Monthly Review, December 3, 1997.

Brown G. and Cliff M.T., *Investor Sentiment and Asset Valuation*", *Journal of Business*, 78 2005.

Calitz E, *Fiscal Implications of the Economic Globalisation of South Africa*, The South African Journal Of Economics, N°68, 04-12-2000.

Calvo G., *Globalisation Hazard and Delayed Reform in Emerging Market*", Economica , N°2, Spring 2002.

Calvo G., *« Capital Flows and Capital Market Crises : The Simple Economics of Sudden Stops », Journal of Applied Economics 1, N° 1, 1998.*

Calvo G.A. and Mendoza E.G., *Mexico's Balance of Payements Crisis: a chronicle of a death foretold*, Journal of International Economics, Elsevier, vol. 41, November1996, p.235-264.

Chang R. and Valesco A., *A Model of financial crises in Emerging Markets*, Quarterly Journal of Economics 116, N° 2, May 2001, p.489-517.

Corsetti C., *Interpreting the Asian Financial Crisis: Open Issues in Theory and Policy*, Asian Development Review N° 16, February 1999, p.1-46.

Corsetti G., Pesenti P. and Roubini N., *What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part I: Macroeconomic Overview,* Japan and the World Economy, N°11, October 1999.

Corsetti G., Pesenti P., and Roubini N., *Paper Tigers? A Model of the Asian Crises*, ed European Economic Review N°7: 1211-36, 1999.

Crochet A., "Economic competitiveness : case of People's Republic of China and Japan", The Journal of Eurasian Studies Vol. 1, Série A. 2, Séoul, 2004, 12.

De La Torre A., Yeyati E.L., Schmuckler S.L., *Financial Globalization: Unequal Blessings*, International Finance N°5, 2002.

Dellas H. and Hess M.K., *Financial Development and the Sensitivity of Stock Markets to External Influences*, Review of International Economics, Volume 10, N°3, August 2002.

Demetriades P.O. and Luintel K.B., *Financial Restraints in the South Korean Miracle*, Journal of Development Economics N°64, 2006.

Diaz-Alejandro C., *« Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crash »,* Journal of Development Economies 19, N° 1-2, 1985.

Dooley M.P., "*A Model of Crises in Emerging Market's*, The Economic Journal, N°110, 2000.

Easterly W. and Levine R., *What Have We Learned from a Decade of Empirical Research on Growth? It's not Factor Accumulation: Stylized Facts and Growth Models*, World Bank Economic Review, N° 15, 2006.

Ehrlich I. and Becker G., "*Market insurance, self-insurance and self-protection*, Journal of Political Economy N°40, 1972, p.623-648.

Fase M.G. and Abma C.N., "*Financial Environment and Economic Growth in Selected Asian Countries*, Journal of Asian Economics N°14, 2006.

Fischer St, *Globalization and its Challenges*, American Economic Review Papers and Proceedings, N° 93, 2003.

Flood R. and Garber P.M., *Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples*, Journal of International Economics N° 17, August 1984, p.1-13.

Frankel J. and Rose A., "*Currency Crisis in Emerging Markets: Empirical Indicators,* Journal of International Economics N°41, November 1996.

Frankel J., *Measuring International Capital Mobility: A Review, American Economic Review*, Volume 82, May 1992.

Graff M. and Karmann A., *What Determines the Finance-Growth Nexus? Empirical Evidence from Threshold Models*, Journal of Economics, N°87, 2006.

Harris J.R. and Todaro M.P., *Migration, Unemployment and Development*, American Economic Review, vol.60, 1970, p. 126-142.

Henry P., "Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices", Journal of Finance, Volume 55, April 2000.

Kaboski J.P. and Townsend R.M., *Policies and Impact: An Analysis of Village-Level Microfinance Institutions*", Journal of the European Economic Association N°3(1), 2006.

Krongkaew M. and Kakwani N., "*The Growth-Equity Trade-Off in Modern Economic Development: The Case of Thailand*, Journal of Asian Economics, N°14.

Krugman P., *A Model of Balance of Payments Crises*, Journal of Money, Credit, and Banking N° 11, March 1979, p. 311-325.

Krugman P., *« Saving Asia: It's Time to Get Radical »,* Journal of Money Credit and Banking 11, 311-25, ed Ohio State University Press, Ohio 1998.

La Porta R. et al., "Government Ownership of Banks", *Journal of Finance*, N°57, 2007, p.265-301.

Levine R. and Zervos S., *Stock Markets, Banks, and Economic Growth*, *American Economic Review*, 88(3) 1998.

Levine R., *Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?*, Journal of Financial Intermediation N°1, 2002.

Loayza N. and Raddatz C. E., *The Structural Determinants of External Vulnerability*, World Bank Economic Review, Volume 21, N°3, 2007.

Mankiw N.G., "*The allocation of Credit and Financial Collapse*, Quarterly Jounal of Economics 101, 1998.

Markusen J.R., *The Boundaries of Multinational Enterprises and the theory of International Trade*, The Journal of Economic Perspectives, Vol. 9, N°2 (Spring 1995), pp. 169-189.

Mckinnon R. and Pill H., *Exchange Rates Regimes for Emerging Markets: Moral Hazard and International Overborrowing*, Oxford Review of Economic Policy 15, N°3, 1999.

Mishkin F.S., *Global Financial Instability: Framework, Events, Issues*, Journal of Economic Perspectives 13, N° 4, 1999.

Nasution A., *Comment on Are Banking Systems in East Asia Stronger?*, Asian Economic Policy Review 2, 2007.

Obadan M.I., "Globalization of Finance and the Challenge of National Financial Sector Development", *Journal of Asian Economics*, N° 17(2), 2006.

Obsfeld M., "*The Logic of Currency Crises*, Cahiers Economiques et Monetaires, Banque de France", N°43, 1994, In Pesenti P. and Tille C., "*The Economics of Currency Crises and Contagion: An Introduction*, Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, September 2000.

Obstfeld M., *Rational and Self-Fulfilling Balance of Payments Crises*, The American Economic Review N° 76, January 1986, p.72-81.

Ozkan F.G. and Sutherland A., "*Policy Measures to Avoid a Currency Crisis*, The Economic Journal, N°105, April 1993, In Pesenti P. and Tille C., "*The Economics of Currency Crises and Contagion: An Introduction*, Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, September 2000.

Paulson A.L. and Townsend R., *Entrepreneurship and Financial Constraints in Thailand*, Journal of Corporate Finance, N°10, 2004.

Pauly M.V., *The Economics of Moral Hazard: Comment*, The American Economic Review N°58, 1968, p.531-537.

Pesenti P. and Tille C., "*The Economics of Currency Crises and Contagion: An Introduction*, Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, September 2000.

Pesenti P. and Tille C., *The Economics of Currency Crises and Contagion*, Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review N°6, March 2000, p.3-16.

Rajan R. and Zingales L, *The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century*, Journal of Financial Economics N°69, 2003.

Redding S, " Globalisation", *Economic ReviewN*°17, 016096, 1999.

Sachs G., "*Emerging markets and the global economy – Hysteresis not hysteria*", Global Economics Weekly, Issue N° 05, November 2005.

Sander H., Kleimeier S., *Contagion and Causality: An Empirical Investigation of Four Asian Crisis Episodes*, in: Journal of International Financial Markets, Institutions and Money N° 13, 2003.

Shannon C.E., "*A Mathematical Theory of Communication*, Bell System Technical Journal, vol. 27, pp. 379-423 and 623-656, July and October, 1948.

Soonruth B. and Chiratas N., *« Banking and Finance: The Year They Sank the Baht »,* Bangkok Post Year Economic Review, 1997.

Stark O., Helmenstein C. and Prskawetz A., *Human Capital Formation, Human Capital Depletion, and Migration: A Blessing or a Curse*, Economic Letters 60, 363-7, 1999.

Stiglitz J. and Weiss A., *Credit Rationing in Markets with Imperfection Information*, American Economic Review 71, 1981.

Tadesse S., *Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence*, Journal of Financial Intermediation N°1, 2002.

Thansir C., *« BIBF : Essence and Impacts »,* Bangkok Bank Monthly Review, September 1992.

Todaro M.P., *A Model of Labor Migration and Unemployment in Less developped Countries*", American Economic Review, vol.59, 1969, p. 138-148.

Vahl R., "*L'initiative «Tout sauf les armes»: le libre accès au marché communautaire pour tous les PMA*, *le* Courrier ACP-UE *mai-juin 2001, p.30-31. disponible sur le lien suivant:http://ec.europa.eu/development/body/publications/courier/courier186/fr/fr_030.pdf*

Walker G.R. and Fox M.A., *Globalization: An Analytical Framework*, GLSJ N°2, 1999.

Warr P.G., "What Happened to Thailand?", *World Economy* N° 22, 1999, p.631-650.

Wei S.J., *Domestic Crony Capitalism and International Fickle Capital: Is There a Connection?* International Finance, Volume 4, 2001.

Fonds Monétaire International:

Fonds Monétaire International, *« Balance of Payments Manual »,* 5th edition, ed Department of statistics, International Monetary Fund, Washington, April 2004.

Fonds Monétaire International, *«Perspectives de l'économie mondiale»*, ed FMI, Washington, Octobre 1998.

International Monetary Fund, "*Direction of Trade Statistics Yearbook 1999 & 2006*, ed IMF, Washington, 1999 & 2006..

International Monetray Fund, *Direction of Trade Statistics Yearbook* and *Balance of Payments Statistics Yearbook*.

International Monetary Fund, *IMF Approves Stand-by Credit for Indonesia*," IMF News Brief N°97/50, November 5, 1997.

International Monetary Fund, "*Recovery from the Asian Crisis and the Role of the IMF*", Issues Brief, ed IMF, Washington, June 2000.

International Monetary Fund, "*International Finnacial Statistics",* ed IMF, Washington, December 2001 Issue.

International Monetary Fund, *The IMF and recent capital account crisis: Indonesia, Korea, Thailand and Brazil*, ed IMF, Washington, 2003.

International Monetray Fund, *Corporate Sector in Indonesia: Financial Performance and Underlying Vulnerabilities*, ed IMF, Washington, 2006.

International Monetray Fund, *International Financial Statistics*, various issues 1990-2006, ed IMF, Washington, 1990-2006.

International Monetray Fund, *Report of the Managing Director to the International Monetary and Financial Committee on Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System and Reform of the IMF*, ed IMF Washington, 2000.

International Monetray Fund, "*Structural changes in emerging sovereign debt and implications for financial stability*", *Global Financial Stability Review*, April 2006.

International Monetray Fund, *« Communiqué of the Interim Committee of the Board of Governors*, ed International Monetray Fund, Washington, October 4th, 1998, p.23.

International Monetary Fund, *Indonesia: Report of the Post-Program Monitoring*", ed IMF, Washington, 2005.
_____ *Indonesia: Report of the Post-Program Monitoring*, ed IMF, Washington, 2006.

International Monetary Fund, "*World Economic Outlook 1997: Interim Assessment*", ed IMF, Washington , December 1997.
_____ "World *Economic Outlook 1997: Main Report*", ed IMF, Washington, October 1997.
_____ "*World Economic Outlook 1998*", ed IMF, Washington, May 1998.
_____"World Economic Outlook: Financial Crises: Causes and Indicators", ed IMF, Washington, 1998.
_____ "*World Economic Outlook 2002*, ed IMF, Washington, September 2002.
_____ *"World Economic Outlook",* Various Issues, 1992-2006.
_____ *World Economic Outlook, April 2006*, ed IMF, Washington, 2006.

International Monetary Fund, "Global Financial Stability Report", ed IMF, Washington DC, March 2003.
_____*Global Financial Stability Report*, ed IMF, Washington, September, 2003.
_____ "*Global Financial Stability Report* », ed IMF, Washington, April 2007.
_____ "*Global Financial Stability Report »,* ed IMF, Washington, April 2007.

Banque Mondiale:

World Bank, "*Global Development Finance 2000*, ed Oxford University Press New York, 2000.
_____ "*Global Development Finance 2001*, ed Oxford University Press New York, 2001.
_____ "*Global Development Finance*, 1999 & 2006", ed Oxford University Press New York, 1999 & 2006.
_____ "*Global Development Finance 2006*, ed Oxford University Press New York, 2007.

World Bank, "*East Asia: the Road to Recovery*, ed Oxford University Press New York, 1999.

World Bank, *Private Capital Flows to Developing Countries*, ed Oxford University Press, Oxford, 1997.

World Bank, "World Development Indicators", various issues 1990-2007, ed Oxford University Press New York, 1999 – 2007.

Bank for International settlements:

BIS Quarterly Review : « *International Banking and Financial Developments »,* ed Bank for International Settlements, September 1998.

BIS, « *International Banking and Financial Developments »,* ed Bank for International Settlements, September 1998.

BIS, "Annual Review", December 1997 issue and March 2007 issue, ed Bank for International Settlements December 1997 issue and March 2007.

Conférences:

Kim I.J., *« The Korean Crises : Causes and Policies »,* Working Paper presented at the Conference on "World Capitalism and the East Asian Crisis", held by Korea Economic Daily Hyungbook University and Kyoto University, Seoul, May 15, 1998.

Neuland E.W. and Hough J., *Globalisation of the World Economy: the Need for Global Strategies and Mindsets for South African Management*", Paper delivered at the EBM Conference Port Elizabeth, 1999.

Thèse de doctorat:

Ahn S.W., *« Mondialisation et transformation des marchés du travail: Allemagne, Corée du Sud, Etats-Unis, France, et Japon »,* thèse de doctorat présentée par Sang-Wuk Ahn sous la direction de M. Alain Crochet le 27 avril 2006 à la Sorbonne, Paris, France.

Sites web:

http://www.brillig.com/debt_clock/
http://www.globalissues.org/TradeRelated/Debt/Scale.asp
undp.org, United Nations Development Program
http://fr.wikipedia.org/wiki/Value_at_risk. Le 12-12-2008.
http://asianbondsonline.adb.org/how_to_buy_bonds/nd_page.php?Stage_Number=1&ABI_Market_Name=ID&Step_Number=1&Page_List_ID1=C&Page_List_ID2=
http://ecos.bok.or.kr/EIndex_en.jsp.
http://findarticles.com/p/articles/mi_m0WDP/is_2001_August_27/ai_78570214.
http://phare.univ-paris1.fr/pdf/currency%20board%20en%20Argentine1.pdf
http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/COUNTRIES/EASTASIAPACIFICEXT/INDONESIAEXTN/0,,contentMDK:20859537~pagePK:141137~piPK:141127~theSitePK:226309,00.html
http://www,bot,or,th/English/FinancialInstitutionsDevelopmentFund/About_FIDF/Annual/Pages/Annual,aspx
http://www.bnm.gov.my/files/publication/msb/2009/1/xls/7.11.xls
http://www.djapk.depkeu.go.id/
http://www.imf.org/external/np/loi/mempub.asp.
http://www.oanda.com/convert/classic
http://www.skyminds.net/economie-et-sociologie/les-activites-economiques-et-leur-cadre-social/le-financement-de-leconomie/
http://www.treasury.gov.my/index.php?option=com_content&view=category&id=73&Itemid=174&lang=en
http://www2,bot,or,th/statistics/Download/EC_PF_006_ENG_ALL,XLS
http://www2.bot.or.th/statistics/Download/EC_XT_032_ENG_ALL.XLS. Le 09-01-2009
https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/
http://www.senat.fr/rap/r05-120/r05-1201.html
http://fr.wikipedia.org/wiki/Fran%C3%A7ois_Perroux
http://en.wikipedia.org/wiki/Human_capital
http://fr.wikipedia.org/wiki/Crise_mon%C3%A9taire
http://www2.bot.or.th/statistics/ReportPage.aspx?reportID=81&language=eng
http://www2.bot.or.th/statistics/ReportPage.aspx?reportID=409&language=eng
http://ddp-ext.worldbank.org.
http://ecos.bok.or.kr/
http://ddp-ext.worldbank.org/ext/DDPQQ/showReport.do?method=showReport

http://ecos.bok.or.kr/EIndex_en.jsp
Wikipedia. http://fr.wikipedia.org/wiki/Actif_financier.
http://ddpext.worldbank.org/ext/DDPQQ/showReport.do?method=showReport

Divers :

«BankWatch downgrades Thailand's sovereign risk», Bangkok post, December 5, 1997.

«Financial Institution Crisis: From Japan, Korea to Thailand», Research Department Bangkok Bank PCL, 1997. Disponible sur: http://bbl.co.th/research/jun_pr1.htm.

Asian Development Bank, « Asian Development outlook 2006 Update», disponible sur le lien suivant: http://www.adb.org/Documents/Books/ADO/2006/update/ino.asp

Bank Indonesia, *Indonesian Financial Statistics* (various issues); Bank Indonesia, *Annual Report* (various years).

Bank Negara Malaysia Annual Report, 1998.

Bank Negara, "Annual Reports" various issues 1990-2007.

Bank of Korea and Korean fair Trade Commission.

Bank of Korea, *Financial Statement Analysis*, Dec-Jan 1996, Sep 1997 issue, Nov-Dec 1997 issues.

Bank of Korea, *Financial Statement Analysis*, Jan-Dec 1995 issues, Jan-Dec 1996 issues, and Sep-Dec 1997 issues.
Bank of Korea, *Financial Statement Analysis*, Jan-Dec 1995 issues, Jan-Dec 1996 issues, and Sep-Dec 1997 issues

Bank of Korea, Monthly Report, January-December 1997 issues.

Bank of Korea, *Financial Statement Analysis*, Dec 1996, Jan-Dec 1997 issues, Jan 1998 issues.

Bank of Thailand, *IMF's Approval of the Stand-by Arrangement for the Macroeconomic Adjustment Program*, Announcement N°56/1998, ed Bank of Thailand, August, 1998.

Bank of Thaïlande, *Financial Statement Analysis*, various issues 1997-1999.

Bappenas , "Executive Summary of Indonesia's Medium Term Development Strategy 2004-2009", 2005. Disponible sur le lien suivant: http://www. bappenas.go.id/pnData/news/200501/01Overview of RPJMN 2004-2009-CGI 2005-final.pdf. Le 01-05-2007.

Bremond J. et Geledan A., Dictionnaire économique et social, ed Hatier Paris, 2eme edition, 1981.

Drazen A., *Contagious Currency Crisis*, Mimeo, 1997.

Economic Planning Unit, "*National Economic Recovery Plan: Agenda for Action*, Prime Minister's Department, Kuala Lumpur, 1998. Disponible sur: http://www.pmo.gov.my/.

Fair Trade Commission, Bank of Korea, Financial statement analysis, 1998.

Institute of International Finance, *Capital Flows to Emerging Market Economies,* edition IIF, Washington, DC, April 1999 (disponible sur le lien suivant: www.iif.com).

Institute of International Finance, *« Capital Flows to Emerging Market Economies»*, edition IIF, 29 January 1998.

Kaminsky G. and Reinhart C., *«The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems»*, mimeo Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 1998.

Korea National Statistical Office (KOSIS). Données disponibles sur le lien suivant: http://www.kosis.kr/eng/index.html.

Krugman P., "Capital Control Freaks-- How Malaysia got away with economic heresy", Sept. 27, 1999. Disponible sur: http://slate.msn.com/Dismal/99-09-27/Dismal.asp.

Krugman P., *«What happened to Asia?»*, January 1998, disponible sur http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html.

Krugman P., *« What Happened to Asia»,* MIT mimeo, January 1998.

Mulyani I., *«Overview of Indonesia's Medium-term Development Plan 2004-2009»*, speech presented on January 19, 2005, In BAPPENAS, "Executive Summary of Indonesia's Medium Term Development Strategy 2004-2009", 2005. Disponible sur le lien suivant: http://www. bappenas.go.id/pnData/news/200501/01Overview of RPJMN 2004-2009-CGI 2005-final.pdf. Le 01-05-2007.

Nakayama S., *«East Asia : From Recovery to Sustainable Growth, paper»*, November 2000.

Negara Malaysia, "Annual Report", 2002.

Parista Y., *«Banking and Finance: Public faith severely shaken»*, Bangkok Post Year End Economic Review, 1996.

Peel Q. and Sander T., *«Regime tarnished by man-made calamities,»* in *«Survey on Indonesia»*, published by the London Financial Times, November 24, 1997.

Ngo Brian, *« Cadre Budgétaire et fiscal»,* Séminaire sur la gestion du risque social, Paris, 30 Juin 2003. Présentation disponible sur:
http://info.worldbank.org/etools/docs/library/78330/3rd%20Workshop/Srmafrica/paristwo/pdf/presentation/macroecoFr.pdf

OCDE, *« Etudes économiques de l'OCDE; Brezil »*, ed Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris, 2005.

PNUD, *Rapport mondial sur le développement humain 2000*, édition De Boeck Université.

Reisen H., *«Au Lendemain de la Crise Asiatique: Comment gérer les flux de capitaux?»,* Cahier de Politique Économique N° 16, ed Centre de Développement de l'OCDE, Paris, 1999.

Seiwan K., *« Korean Financial Market »,* Ewha Women's University, Seoul, April 2007.
Stiglitz J., « Le monde selon Stiglitz », émission diffusé par la chaine française arte le 10 mars 2009.

UNCTAD, *«World Investment Report», 1992, 1997,* 2000, 2003 & 2006 issues, ed United Nations, New York and Geneva, *1992, 1997,* 2000, 2003 & 2006.

La Lettre Vernimmen.net n° 20 de juin 2003, disponible sur le site web de vernimmen.

Liste des tableaux et des figures

Première partie : Mondialisation et libéralisation financière

Tableau 1- La part des pays en développement dans le commerce et les flux de capitaux……...14

Tableau 2 - Différences régionales entre les PED en ce qui concerne le commerce et les flux de capitaux…….. ……16

Tableau 3 – Réduction des tarifs douaniers dans certains pays développés et en développements entre 1980 et 1999……23

Tableau 4: Intégration au commerce international dans les pays les moins développés 1970 – 2007……25

Tableau 5 – Les afflux des IDE …….....27

Tableau 6 – La volatilité des différentes catégories de flux de capitaux (1980-1996)……...46

Tableau 7 - La croissance des PED entre 1980 et 2000 et leurs situations vis-à-vis de l'ouverture financière……52

Tableau 8 - La volatilité des taux de croissance annuels de certaines variables…….....55

Tableau 9 - Les flux net de capitaux dans les pays en voie de développement, 1984–1997……..73

Tableau 10 - Flux nets de capitaux vers l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines, la Corée du Sud et la Thaïlande, 1995–1999……84

Figure 1 – Les flux net de capitaux privés vers l'ensemble des pays en développement……...44

Figure 2 – Les moyens par lesquelles l'intégration financière peut promouvoir la croissance économique……49

Figure 3 – Les dynamiques des crises financières……..99

Figure 4 – Les dynamiques des crises financières selon Kaminsky et Reinhart……..100

Deuxième partie: La crise asiatique et la question de l'endettement

Tableau 1 – Dette extérieure de la Thaïlande (1990-1999)……..144

Tableau 2 – Indicateurs macroéconomiques de la Thaïlande (1990-1999)……..145

Tableau 3 – Dette extérieure totale de l'Indonésie (1990-1999)……..158

Tableau 4 – Dette extérieure de la Corée du Sud (1990-1997)……171

Tableau 5 – PIB et taux de change de la Corée du Sud (1990-1999)……173

Tableau 6 - Financement extérieur de la Corée du Sud……175

Tableau 7- La dette extérieure Coréenne par pays……...176

Tableau 8 - Les placements financiers en Asie……177

Tableau 9 - Dettes et profits des grands conglomérats…….179

Tableau 10 – Les exportations coréennes (1990-1999)……180

Tableau 11 - Les prêts non rentables des banques commerciales……180

Tableau 12 - Dette extérieure Coréenne……...182

Tableau 13 - Réserves de change……..185

Tableau 14 - La dette extérieure comparée aux réserves de change…….185

Tableau 15 – Réserves en devises officiels net…….195

Tableau 16 – Compte courant et croissance réelle du PIB……...196

Table 17 - Les Objectifs macroéconomiques pour 1998 visés par les différentes Lettres d'Intentions du FMI……..198

Tableau 18 – Les indicateurs majeurs du secteur bancaire indonésien 1996-2003……..220

Tableau 19 – La dette publique de l'Indonésie (1997-2005)……236

Tableau 20 - Dette extérieure et domestique de la Corée du Sud (1996-2007)……244

Tableau 21 – Ratios dette/actifs et dette/capitaux propres et la les garanties de la dette des 30 premiers *chaebols,* 1997……..246

Tableau 22 - Les changements au sein des banques commerciales Coréennes (1990 – 2007)……255

Tableau 23 – Structure de la dette extérieure de la Malaisie (1997-2008)……...279

Tableau 24 – Structure de la dette publique en Malaisie……..282

Tableau 25 - Les contre-mesures des pays et le soutien du FMI……..284

Tableau 26 - Situation des devises étrangères dans les quatre pays (fin 1997)……285

Tableau 27: Les politiques mises en œuvre par la Malaisie, la Corée du Sud, la Thaïlande et l'Indonésie……286

Tableau 28 - Les principaux éléments de la politique de contrôle des flux de capitaux de la Malaisie…….288

Tableau 29 - Taux de croissance économique trimestriel des quatre pays……...289

Tableau 30 - Les tendances économique et financière en Corée du Sud à la suite du soutien financier du FMI……..290

Tableau 31 - Augmentation des exportations et de la production de l'industrie manufacturière en Corée du Sud……...290

Tableau 32 - La situation économique et financière de la Malaisie après la crise financière……..291

Tableau 33 - Situation économique: comparaison entre la Corée du Sud et la Malaisie…….291

Tableau 34 - Indicateurs macroéconomiques (1992-2006)…….294

Tableau 35 - Dette extérieure à court terme…….295

Tableau 36 - Prêts offshore du secteur privé non bancaire……...295

Tableau 37 - Ratio des prêts non performants……..295

Tableau 38 - Ratio dette des entreprises par rapport aux actifs……..……..296

Tableau 39 - Probabilité de défaut de paiements des entreprises…….297

Tableau 40 - Les capitaux réguliers des banques…….298

Tableau 41 - Classement des banques……..298

Tableau 42 - Les prêts bancaires internationaux accordés aux 4 pays asiatiques ……298

Tableau 43 - Les réserves de change et les changements des flux de capitaux ……...299

Figure 1 - Le 'Kuala Lumpur Stock Exchange Index' - 1990-1998…….190

Figure 2 : Dette publique de la Thaïlande (1995-2007)……215

Figure 3 : La dette extérieure de la Thaïlande (1996 – 2007)……...216

Figure 4 : La dette publique de l'Indonésie (1996-2006)…….239

Figure 5 : ratio du service de la dette publique par rapport aux dépenses totales……239

Figure 6 : La dette publique de l'Indonésie comparé à celle des autres pays de la région……...240

Figure 7 : Structure de la dette publique……...240

Figure 8 : La dette publique de la Corée du Sud (1997-2007)…….264

Figure 9 : La dette extérieure de la Corée du Sud (1996-2007)……...265

Figure 10 : Structure de la dette extérieure de la Corée du Sud (1996-2007)……..265

Figure 11 - Dette extérieure de la Malaisie (1998-2008)……..278

Figure 12 – La dette publique de la Malaisie (1997-2006)……...281

Figure 13 – Ratio réserves de change/dette à court terme des quatre pays asiatique……...285

Figure 14 - Dette publique de la Thaïlande, la Corée du Sud, l'Indonésie et la Malaisie…….301

Figure 15 – Structure de la dette publique Thaïlandaise (1997-2007)…….303

Figure 16 – Structure de la dette publique coréenne (1997-2007)……...304

Figure 17 - Structure de la dette publique de l'Indonésie coréenne (1997-2007)……...305

Figure 18 - Structure de la dette publique de la Malaisie (1997-2007)……...307

Annexes

Annexe 1 Définitions dette, dette des entreprises, dette publique, ratio dette/PIB[509]

La dette c'est lorsqu'on emprunte de l'argent pour acheter un terrain, une maison, une voiture, etc; on rembourse les sommes sur une période donnée avec des intérêts, prix à payer quand on utilise l'argent d'autrui[510]. Donc la dette est définie une obligation à l'égard d'un tiers. Une dette pour l'entreprise est un passif certain dont l'échéance et le montant sont fixés de façon précise. C'est donc une obligation à l'égard d'un tiers dont il est certain qu'elle provoquera une sortie de ressource au bénéfice de ce tiers. Dans ce sens, les dettes d'une personne, d'une entreprise, d'un pays ou d'une institution sont l'ensemble des sommes qu'elle devra payer pour:

- rembourser des emprunts qu'elle a contractés, par exemple auprès d'une banque;
- régler des charges qu'elle a engagées (factures à payer, abonnements, primes d'assurance...), ou qui lui sont imposées (impôts par exemple).

Une situation de dette est donc une situation sociale dans laquelle une personne ou un groupe de personnes, ayant reçu quelque chose d'une autre personne ou d'un autre groupe de personnes, a l'obligation ou le sentiment d'obligation de rendre quelque chose de même valeur.

La **dette des entreprises**. Les entreprises ont recours à la dette pour financer leurs opérations. Dans une optique de gestion financière, on distingue souvent les dettes selon leur degré d'exigibilité, allant des dettes de court terme aux dettes de moyen et long terme. Les dettes de moyen-long terme sont le plus souvent contractées pour financer le cycle d'investissement tandis que les dettes de court terme financent le cycle opérationnel. On distingue:

- Dettes à court terme d'exploitation - essentiellement les crédits fournisseurs;
- Dettes à court terme hors exploitation - TVA à décaisser, impôt sur les sociétés à payer au fisc, charges sociales à verser, avances et acomptes reçus sur commandes;
- Dettes à court terme bancaires, consenties par des partenaires financiers.

[509] http://fr.wikipedia.org/wiki/Dette_publique, le 06 mars 2009.
[510] Susan G., *« jusqu au cou ; enquête sur la dette du tiers monde »*, édition La Découverte, Paris 1988.

La **dette publique**. Selon la définition du Département des statistiques du Fonds Monétaire International[511], la dette publique est l'ensemble des engagements financiers pris sous formes d'emprunts par l'Etat, les collectivités publiques et les organismes qui en dépendent directement (certaines entreprises publiques, les organismes de sécurité sociale, les caisses de retraites, etc.). La dette publique est le produit de l'accumulation des besoins de financement passés des administrations publiques, résultant des différences entre les produits (les recettes fiscales, en particulier) et les charges (notamment les dépenses budgétaires) de ces administrations. La dette augmente donc à chaque fois qu'un déficit public est financé par emprunt. Cette dette prend le plus souvent la forme d'emprunts d'Etat, quoique les pays les moins fiables au regard des marchés financiers puissent avoir recours aux banques commerciales ou à des institutions internationales (tels que la Banque Mondiale, le FMI, les Banques régionales de développement). Au sein de la dette publique, on distingue:

- la *dette publique intérieure* détenue par les agents économiques résidents de l'Etat émetteur; et
- la *dette publique extérieure* détenue par des prêteurs étrangers.

On distingue également la dette de court terme (un an ou moins), à moyen terme (jusqu'à dix ans) et à long terme (au-delà de dix ans).

La dette publique est constituée par l'ensemble des engagements financiers des administrations publiques. Les administrations publiques recouvrent un périmètre plus large que l'État, entendu au sens strict. Dans le cas de la norme européenne de comptabilité nationale (SEC 95), elles sont définies comme l'« ensemble des unités institutionnelles dont la fonction principale est de produire des services non marchands ou d'effectuer des opérations de redistribution du revenu et des richesses nationales. […] Le secteur des administrations publiques comprend les administrations publiques centrales, les administrations locales et les administrations de sécurité sociale[512] ». La dette publique n'est donc pas la dette du pays, entreprises et ménages compris, mais seulement celle de l'ensemble des administrations publiques. Cette dette est généralement calculée de manière brute. D'autre part, certains engagements des administrations ne sont généralement pas pris en compte, en particulier les charges futures liées aux retraites des agents publics. Les normes comptables appliquées à la dette publique sont très différentes de celles retenues pour les entreprises.

---

[511] Site web du Département des statistiques du Fonds Monétaire International: http://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2002/fra/112102f.htm

[512] J. Andréau G., Béaur J.Y., « *La dette publique dans l'histoire* », édition CHEFF, 2006.

Le **ratio dette/PIB**. La dette publique est, le plus souvent, mesurée en pourcentage du Produit Intérieur Brut (PIB). Le PIB est un agrégat économique qui mesure la production finale totale de biens et services des résidents et des non-résidents, quelle que soit leur part respective. Le ratio dette/PIB mesure le degré d'endettement d'un pays. Ce ratio est, en effet, économiquement plus pertinent que le seul encours de la dette publique. Plus il est élevé, plus la part de production qui doit être consacrée au service de la dette est importante. De fait, la capacité d'un État à rembourser sa dette est fonction des ressources qu'il peut mobiliser. Or celles-ci sont fonction de la taille du PIB, puisqu'elles proviennent, pour l'essentiel, de prélèvements obligatoires assis sur l'activité économique du pays. L'importance économique d'une dette publique est donc proportionnelle au PIB du pays.

Dette brute et dette nette. Premièrement, certains économistes critiquent la convention comptable qui consiste à tenir compte de la dette brute, plutôt que de la dette nette, c'est-à-dire la différence entre les engagements financiers et l'ensemble des actifs[513]. En effet, à côtés de ses dettes, l'État possède également des actifs, à la fois financiers (actions, etc.) et physiques (terrains, etc.), qu'il faut soustraire à la dette brute pour obtenir la dette nette. La dette brute a plusieurs limites. Tout d'abord, elle surestime le problème de la dette. Ensuite, elle conduit à présenter comme importantes des opérations qui sont en fait neutre pour le patrimoine public: par exemple un remboursement de dette par une vente d'actifs publics (tels que des terrains ou des participations dans des entreprises), ou inversement une nationalisation payée par une émission de dette.

[513] Mankiw G., *« Macroéconomie »*, edition de Boeck 2003, p.484-485.

Annexe 2 Structure et classification de la balance des paiements[514]

La balance des paiements est un document statistique élaboré sous forme comptable, qui décrit l'ensemble des flux économiques et financiers entre une économie et le reste du monde durant une période donnée. Toute opération qui se traduit par une entrée de devises est enregistrée en crédit et celle qui se traduit par une sortie de devise en débit. Selon le manuel du FMI, la balance des paiements se compose de 3 comptes principaux: le compte de transactions courantes ou compte courant; le compte de capital et le compte financier.

Le **compte de transactions courantes** ou compte courant comprend 4 grandes rubriques: Biens, services, revenus et transferts courants.

Les biens se divisent entre :

- *marchandises générales* (biens meubles faisant l'objet d'un transfert de propriété);
- *travail à façon* ou, selon la terminologie du FMI, « biens importés ou exportés pour transformation ». La valeur des biens est établie avant et après transformation ; cette ligne constitue une exception au principe du transfert de propriété;
- *réparations* qui doit correspondre au prix de la réparation et non à la valeur brute du bien avant et après réparation;
- *avitaillement*, qui, pour le FMI, est compris dans la ligne plus large des achats de biens dans les ports par les transporteurs, c'est-à-dire le carburant, les vivres ..., mais pas les services auxiliaires tels que remorquage et entretien qui sont inclus dans les services de transport.

Les services comprennent onze catégories:

- les *transports* incluent les transports de marchandises et de passagers, quel que soit le mode de transport, ainsi que les services auxiliaires;
- les *voyages* concernent les biens et services acquis dans l'économie par des voyageurs non résidents (y compris les étudiants et les personnes suivant un traitement médical) pour leur usage;
- les *services de communication* se rapportent aux opérations des services postaux et de télécommunication;
- les *services de bâtiment et travaux publics* recouvrent les constructions et installations effectuées à l'étranger par des entreprises résidentes (ou inversement) à titre temporaire;

[514] Bulletin de la Banque de France, N°14, Février 1995, p. 131-137. http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/bulletin/etud14_2.pdf

- les *services d'assurance* correspondent à l'assurance du fret, aux autres types d'assurance directe (vie, etc.) et à la réassurance;
- les *services financiers* englobent l'intermédiation financière et les services auxiliaires tels que la garde de titres;
- les *services d'informatique et d'information* concernent le conseil et l'entretien du matériel, les logiciels, les bases et le traitement des données;
- les *redevances et droits de licences* ont trait à l'utilisation d'actifs incorporels non financiers non produits et de droits de propriété, alors que les acquisitions et les cessions sont retracées dans le nouveau compte de capital;
- les *autres services aux entreprises* rassemblent le négoce international, la location-exploitation et tous les services de nature technique non classés ailleurs;
- les *services relatifs aux spectacles, à la culture et aux loisirs* portent essentiellement sur les opérations de l'audiovisuel et incluent aussi les autres activités culturelles ou sportives;
- les *services aux administrations publiques* représentent tous les services liés aux entités gouvernementales et aux organisations internationales (ambassades, etc.) non classés ailleurs.

Les revenus sont divisés entre :

- *rémunération des salariés* (travailleurs frontaliers ou saisonniers);
- *revenus des investissements* qui recouvre les revenus des investissements directs, les revenus des investissements de portefeuille (participation au capital et titres de créance) ainsi que les autres revenus d'investissement (intérêts provenant d'autres opérations financières). Le FMI recommande ici l'enregistrement sur la base des droits et obligations constatés, c'est-à-dire en calculant les intérêts courus pour les opérations financières concernées.

Les transferts courants: anciennement « transferts unilatéraux », ils sont la contrepartie des transferts de propriété de ressources réelles ou d'actifs financiers sans contrepartie économique (coopération internationale courante, envois de fonds des travailleurs etc.).

Le **compte de capital** se compose:

- des *transferts en capital* (transfert de propriété d'un actif fixe ou remise, sans contrepartie, d'une dette, ainsi que les transferts des migrants, qui résultent du changement de résidence pour au moins un an et correspondent à la valeur du patrimoine transféré);

- des *acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits* (brevets, etc.). Ces opérations sont désormais nettement séparées de l'utilisation de ces actifs.

Le **compte financier** est structuré d'abord selon la nature des capitaux (investissements directs, investissements de portefeuille, autres investissements) et non plus selon la durée (court ou long terme). Ensuite, la distinction se fait entre avoirs et engagements, puis entre instruments et enfin selon le secteur (autorités monétaires, administrations publiques, banques et autres secteurs). Le recensement est élargi, avec une meilleure prise en compte des investissements de portefeuille grâce à l'intégration des nouveaux instruments financiers, notamment des produits dérivés, et une ventilation des flux selon la nature du titre.

- Pour les *investissements directs*, on distingue d'abord en fonction du sens des mouvements puis selon la nature des flux : capital social — le seuil de l'investissement direct est fixé à 10 % du capital - bénéfices réinvestis et autres transactions entre entreprises apparentées. Ensuite, la ventilation est faite entre avoirs et engagements, cette distinction étant commune aux investissements de portefeuille et aux autres investissements.
- En ce qui concerne les *investissements de portefeuille*, le 5ème Manuel du FMI regroupe non seulement les titres de participation et les titres de créance — obligations et autres titres d'emprunt —, mais aussi les instruments du marché monétaire, les instruments financiers et les produits dérivés. Après les instruments, la classification s'opère selon le secteur.
- La rubrique *autres investissements* recouvre les crédits commerciaux et les prêts à court et long terme, la monnaie fiduciaire, les dépôts et les autres avoirs et engagements. Après la ventilation par secteur, la distinction en fonction de l'échéance est demandée.
- Le poste *avoirs de réserve* inclut les transactions portant sur les avoirs considérés comme étant à la disposition des autorités monétaires : or monétaire, droits de tirage spéciaux (DTS), position de réserve au FMI, avoirs en devises étrangères (en monnaie et en titres) et autres créances.

Balance des paiements: Composants standard

	Crédit	Débit
1. Comptes des transactions courantes		
A. Biens et services		
a. Biens		
1. marchandises générales		
2.biens importés ou exportés pour transformation		
3. réparations		
4. avitaillement		
b. Services		
1. transports		
2. voyages		
3. services de communication		
4. services de bâtiment et travaux publics		
5. services d'assurance		
6. services financiers		
7. services d'informatique et d'information		
8. redevances et droits de licences		
9. autres services aux entreprises		
10. services relatifs aux spectacles		
11. services aux administrations publiques		
B. Revenus		
1. rémunération des salariés		
2. revenus des investissements		
C. Les transferts courants		
2. Le compte de Capital		
A. transferts en capital		
B. acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits		
3. Le compte financier		
A. Investissements directs		
a. capital social		
1. créances sur les entreprises apparentées		
2. engagements envers les entreprises apparentées		
b. bénéfices réinvestis		
a. autres capitaux		
1. créances sur les entreprises apparentées		
2. engagements envers les entreprises apparentées		
B. Investissements de portefeuille		
a. Avoirs		
1. Titres de participations		
1.1. autorités monétaires		
1.2. gouvernement		
1.3. banques		
1.4. autres secteurs		
2. Titres de créances		
2.1. autorités monétaires		
2.2. gouvernement		
2.3. banques		
2.4. autres secteurs		
3. produits financiers dérivés		

	Crédit	Débit
3.1. banques		
3.2. autres secteurs		
b. Engagements		
1. titres de participations		
1.1. banques		
1.2. autres secteurs		
2. titres de créances		
2.1. autorités monétaires		
2.2. gouvernement		
2.3. banques		
2.4. autres secteurs		
3. produits financiers dérivés		
3.1. banques		
3.2. autres secteurs		
C. Autres investissements		
a. Avoirs		
1. crédits commerciaux		
1.1. Gouvernement		
1.1.1. Long-terme		
1.1.2. court-terme		
1.2. autres secteurs		
1.2.1. Long-terme		
1.2.2. court-terme		
2. prêts		
2.1. autorités monétaires		
2.1.1. Long-terme		
2.1.2. court-terme		
2.2. Gouvernement		
2.2.1. Long-terme		
2.2.2. court-terme		
2.3. banques		
2.3.1. Long-terme		
2.3.2. court-terme		
2.4. autres secteurs		
2.4.1. Long-terme		
2.4.2. court-terme		
3. monnaie fiduciaire et dépôts		
3.1. autorités monétaires		
3.2. gouvernement		
3.3. banques		
3.4. autres secteurs		
4. autres avoirs		
4.1. autorités monétaires		
4.1.1. Long-terme		
4.1.2. court-terme		
4.2. Gouvernement		
4.2.1. Long-terme		
4.2.2. court-terme		
4.3. banques		
4.3.1. Long-terme		
4.3.2. court-terme		
4.4. autres secteurs		

	Crédit	Débit
4.4.1. Long-terme		
4.4.2. court-terme		
b. Engagments		
1. crédits commerciaux		
1.1. Gouvernement		
1.1.1. Long-terme		
1.1.2. court-terme		
1.2. autres secteurs		
1.2.1. Long-terme		
1.2.2. court-terme		
2. prêts		
2.1. autorités monétaires		
2.1.1. Long-terme		
2.1.2. court-terme		
2.2. Gouvernement		
2.2.1. Long-terme		
2.2.2. court-terme		
2.3. banques		
2.3.1. Long-terme		
2.3.2. court-terme		
2.4. autres secteurs		
2.4.1. Long-terme		
2.4.2. court-terme		
3. monnaie fiduciaire et dépôts		
3.1. autorités monétaires		
3.2. gouvernement		
3.3. banques		
3.4. autres secteurs		
4. autres engagements		
4.1. autorités monétaires		
4.1.1. Long-terme		
4.1.2. court-terme		
4.2. Gouvernement		
4.2.1. Long-terme		
4.2.2. court-terme		
4.3. banques		
4.3.1. Long-terme		
4.3.2. court-terme		
4.4. autres secteurs		
4.4.1. Long-terme		
4.4.2. court-terme		
D. Avoirs et réserves		
a. or monétaire		
b. droits de tirage spéciaux (DTS)		
c.position de réserve au FMI		
d. avoirs en devises étrangères (en monnaie et en titres)		
e. autres créances		

Source: FMI, « Balance of Payments Manual », 5th edition, Department of statistics, International Monetary Fund, Washington, April 2004, p.43-47. http://www.imf.org/external/np/sta/bop/bopman.pdf

Balance of Payments: Standard Components

	Credit	Debit
1. Current Account		
A. Goods and services		
a. Goods		
1. General merchandise		
2. Goods for processing		
3. Repairs on goods		
4. Goods procured in ports by carriers		
5. Nonmonetary gold		
5.1 Held as a store of value		
5.2 Other		
b. Services		
1. Transportation		
1.1 Sea transport		
1.1.1 Passenger		
1.1.2 Freight		
1.1.3 Other		
1.2 Air transport		
1.2.1 Passenger		
1.2.2 Freight		
1.2.3 Other		
1.3 Other transport		
1.3.1 Passenger		
1.3.2 Freight		
1.3.3 Other		
2. Travel		
2.1 Business		
2.2 Personal		
3. Communications services		
4. Construction services		
5. Insurance services		
6. Financial services		
7. Computer and information services		
8. Royalties and license fees		
9. Other business services		
9.1 Merchanting and other trade-related services		
9.2 Operational leasing services		
9.3 Miscellaneous business, professional, and technical services		
10. Personal, cultural, and recreational services		
10.1 Audiovisual and related services		
10.2 Other personal, cultural, and recreational services		
11. Government services n.i.e.		
B. *Income*		
1. Compensation of employees		
2. Investment income		
2.1 Direct investment		
2.1.1 Income on equity		
2.1.1.1 Dividends and distributed branch profits		
2.1.1.2 Reinvested earnings and undistributed branch profits		
2.1.2 Income on debt (interest)		
2.2 Portfolio investment		
2.2.1 Income on equity (dividends)		

	Credit	Debit
2.2.2 Income on debt (interest)		
2.2.2.1 Bonds and notes		
2.2.2.2 Money market instruments and financial derivatives		
2.3 Other investment		
C. *Current transfers*		
1. General government		
2. Other sectors		
2.1 Workers' remittances		
2.2 Other transfers		
2. Capital and Financial Account		
A. Capital account		
1. Capital transfers		
1.1 General government		
1.1.1 Debt forgiveness		
1.1.2 Other		
1.2 Other sectors		
1.2.1 Migrants' transfers		
1.2.2 Debt forgiveness		
1.2.3 Other		
2. Acquisition/disposal of nonproduced, nonfinancial assets		
B. Financial account		
1. Direct investment		
1.1 Abroad		
1.1.1 Equity capital		
1.1.1.1 Claims on affiliated enterprises		
1.1.1.2 Liabilities to affiliated enterprises		
1.1.2 Reinvested earnings		
1.1.3 Other capital		
1.1.3.1 Claims on affiliated enterprises		
1.1.3.2 Liabilities to affiliated enterprises		
1.2 In reporting economy		
1.2.1 Equity capital		
1.2.1.1 Claims on direct investors		
1.2.1.2 Liabilities to direct investors		
1.2.2 Reinvested earnings		
1.2.3 Other capital		
1.2.3.1 Claims on direct investors		
1.2.3.2 Liabilities to direct investors		
2. Portfolio investment		
2.1 Assets		
2.1.1 Equity securities		
2.1.1.1 Monetary authorities		
2.1.1.2 General government		
2.1.1.3 Banks		
2.1.1.4 Other sectors		
2.1.2 Debt securities		
2.1.2.1 Bonds and notes		
2.1.2.1.1 Monetary authorities		

	Credit	Debit
2.1.2.1.2 General government		
2.1.2.1.3 Banks		
2.1.2.1.4 Other sectors		
2.1.2.2 Money market instruments		
2.1.2.2.1 Monetary authorities		
2.1.2.2.2 General government		
2.1.2.2.3 Banks		
2.1.2.2.4 Other sectors		
2.1.2.3 Financial derivatives		
2.1.2.3.1 Monetary authorities		
2.1.2.3.2 General government		
2.1.2.3.3 Banks		
2.1.2.3.4 Other sectors		
2.2 Liabilities		
2.2.1 Equity securities		
2.2.1.1 Banks		
2.2.1.2 Other sectors		
2.2.2 Debt securities		
2.2.2.1 Bonds and notes		
2.2.2.1.1 Monetary authorities		
2.2.2.1.2 General government		
2.2.2.1.3 Banks		
2.2.2.1.4 Other sectors		
2.2.2.2 Money market instruments		
2.2.2.2.1 Monetary authorities		
2.2.2.2.2 General government		
2.2.2.2.3 Banks		
2.2.2.2.4 Other sectors		
2.2.2.3 Financial derivatives		
2.2.2.3.1 Banks		
2.2.2.3.2 Other sectors		
3. Other investment		
3.1 Assets		
3.1.1 Trade credits		
3.1.1.1 General government		
3.1.1.1.1 Long-term		
3.1.1.1.2 Short-term		
3.1.1.2 Other sectors		
3.1.1.2.1 Long-term		
3.1.1.2.2 Short-term		
3.1.2 Loans		
3.1.2.1 Monetary authorities		
3.1.2.1.1 Long-term		
3.1.2.1.2 Short-term		
3.1.2.2 General government		
3.1.2.2.1 Long-term		
3.1.2.2.2 Short-term		
3.1.2.3 Banks		
3.1.2.3.1 Long-term		
3.1.2.3.2 Short -term		
3.1.2.4 Other sectors		
3.1.2.4.1 Long-term		

	Credit	Debit
3.1.2.4.2 Short-term		
3.1.3 Currency and deposits		
3.1.3.1 Monetary authorities		
3.1.3.2 General government		
3.1.3.3 Banks		
3.1.3.4 Other sectors		
3.1.4 Other assets		
3.1.4.1 Monetary authorities		
3.1.4.1.1 Long-term		
3.1.4.1.2 Short-term		
3.1.4.2 General government		
3.1.4.2.1 Long-term		
3.1.4.2.2 Short-term		
3.1.4.3 Banks		
3.1.4.3.1 Long-term		
3.1.4.3.2 Short-term		
3.1.4.4 Other sectors		
3.1.4.4.1 Long-term		
3.1.4.4.2 Short-term		
3.2 Liabilities		
3.2.1 Trade credits		
3.2.1.1 General government		
3.2.1.1.1 Long-term		
3.2.1.1.2 Short-term		
3.2.1.2 Other sectors		
3.2.1.2.1 Long-term		
3.2.1.2.2 Short-term		
3.2.2 Loans		
3.2.2.1 Monetary authorities		
3.2.2.1.1 Use of Fund credit and loans from the Fund		
3.2.2.1.2 Other long-term		
3.2.2.1.3 Short-term		
3.2.2.2 General government		
3.2.2.2.1 Long-term		
3.2.2.2.2 Short-term		
3.2.2.3 Banks		
3.2.2.3.1 Long-term		
3.2.2.3.2 Short-term		
3.2.2.4 Other sectors		
3.2.2.4.1 Long-term		
3.2.2.4.2 Short-term		
3.2.3 Currency and deposits		
3.2.3.1 Monetary authorities		
3.2.3.2 Banks		
3.2.4 Other liabilities		
3.2.4.1 Monetary authorities		
3.2.4.1.1 Long-term		
3.2.4.1.2 Short-term		
3.2.4.2 General government		
3.2.4.2.1 Long-term		
3.2.4.2.2 Short-term		
3.2.4.3 Banks		
3.2.4.3.1 Long-term		

Balance of Payments: Standard Components

	Credit	Debit
3.2.4.3.2 Short-term		
3.2.4.4 Other sectors		
3.2.4.4.1 Long-term		
3.2.4.4.2 Short-term		
4. Reserve assets		
4.1 Monetary gold		
4.2 Special drawing rights		
4.3 Reserve position in the Fund		
4.4 Foreign exchange		
4.4.1 Currency and deposits		
4.4.1.1 With monetary authorities		
4.4.1.2 With banks		
4.4.2 Securities		
4.4.2.1 Equities		
4.4.2.2 Bonds and notes		
4.4.2.3 Money market instruments and financial derivatives		
4.5 Other claims		

Source: FMI, "*Balance of Payments Manual*", ed FMI, Washington, 2005, p.43-48.

Annexe 3 PIB de la Thaïlande, la Corée du Sud, l'Indonésie et la Malaisie (1990-2007)

true

	Thaïlande		Corée du Sud		Indonésie		Malaisie	
	PIB *(en millions de $)*	variation annuelle *(en %)*	PIB *(en millions de $)*	variation annuelle *(en %)*	PIB *(en millions de $)*	variation annuelle *(en %)*	PIB *(en millions de $)*	variation annuelle *(en %)*
1990	85345	11	263777	9	114426	9	44024	9
1991	98234	9	308185	9	128168	9	49134	10
1992	111453	8	329886	6	139116	7	59151	9
1993	125009	8	362136	6	158007	7	66894	10
1994	144527	9	423434	9	176892	8	74481	9
1995	167896	9	517118	9	202132	8	88832	10
1996	181689	6	557644	7	227370	8	100852	10
1997	150891	-1	516283	5	215749	5	100169	7
1998	111860	-11	345432	-7	95446	-13	72175	-7
1999	122338	4	445399	9	140001	1	79148	6
2000	122725	5	511658	8	165021	5	93790	9
2001	115536	2	481896	4	160447	4	92784	1
2002	126877	5	546934	7	195661	4	100846	5
2003	142640	7	608148	3	234772	5	110202	6
2004	161340	6	680492	5	256837	5	124749	7
2005	176420	5	791427	4	285869	6	137954	5
2006	206703	5	888200	5	364599	6	156408	6
2007	245 351	5	969795	5	432817	6	186719	6

Source: Données statistiques de la Banque Mondiale. http://ddp-ext.worldbank.org.