

# CENTRE DE DÉVELOPPEMENT DE L'OCDE

## CAHIER DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE N° 16

### AU LENDEMAIN DE LA CRISE ASIATIQUE : COMMENT GÉRER LES FLUX DE CAPITAUX ?

*par*

**Helmut Reisen**

- Le repli massif des capitaux étrangers investis en Asie — plus de 10 pour cent du PIB des pays en crise — les place devant un problème de transfert. Pour favoriser la relance en Asie, les pays créanciers devraient impliquer leurs banques domestiques dans les opérations de sauvetage financier, ce qui réduirait les aléas de moralité dans les activités de prêt du secteur privé.
- Pour les pays d'Asie, la priorité est de résoudre le problème du surendettement domestique. Financer le coût budgétaire inhérent à la restructuration exige que les gouvernements des pays asiatiques élargissent la base d'imposition tout en adoptant une politique d'abondance monétaire.
- Les pays en développement doivent s'assurer du bon équilibre financier des établissements bancaires et non bancaires et être plus exigeants sur la qualité des capitaux étrangers investis. Toutefois, une réglementation « à la chilienne » ne peut être efficace que dans un contexte politique approprié.
- Pour évoluer vers un système financier international moins vulnérable aux crises, il importe d'agir sur les risques excessifs pris par les banques. Les Accords de Bâle induisent des distorsions favorisant les prêts bancaires à court terme qui devraient être corrigés.

## CAHIERS DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE DU CENTRE DE DÉVELOPPEMENT

Le Centre de Développement s'efforce, dans ses activités de recherche, d'identifier et d'analyser les problèmes qui vont se poser à moyen terme, dont les implications concernent aussi bien les pays Membres de l'OCDE que les pays non membres, et d'en dégager des lignes d'action pour faciliter l'élaboration de politiques adéquates.

Les *Cahiers de politique économique* présentent sous une forme concise, facile à lire et à assimiler, les résultats des travaux de recherche du Centre. De par sa diffusion rapide, large et ciblée, cette série est destinée plus particulièrement aux responsables politiques et aux décideurs concernés par les recommandations qui y sont faites.

La crise qui affecte aujourd'hui de nombreux marchés émergents de premier plan en Asie, se classe d'ores et déjà comme l'une des crises les plus importantes de l'histoire financière. Face aux défis que doivent relever les politiques économiques, il est urgent de débattre d'une approche cohérente de la mondialisation financière. Ce Cahier de politique économique vise à alimenter un tel débat. Il rassemble des données sur les coûts extrêmement élevés de la crise actuelle et évalue plusieurs propositions relatives à la prévention et à la résolution des crises, à l'échelle mondiale et du point de vue des politiques des pays récepteurs de capitaux.

**CENTRE DE DÉVELOPPEMENT DE L'OCDE**  
**94 rue Chardon-Lagache**  
**75016 Paris, France**  
**Téléphone : (33-1) 45.24.82.00**  
**Télécopie : (33-1) 45.24.79.43**

# CAHIER DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE No. 16

## AU LENDEMAIN DE LA CRISE ASIATIQUE : COMMENT GÉRER LES FLUX DE CAPITAUX ?

*par*

**Helmut Reisen**



LES IDÉES EXPRIMÉES ET LES ARGUMENTS AVANCÉS DANS CETTE PUBLICATION  
SONT CEUX DES AUTEURS ET NE REFLÈTENT PAS NÉCESSAIREMENT CEUX  
DE L'OCDE OU DES GOUVERNEMENTS DE SES PAYS MEMBRES

## Table des matières

Les avantages de la mobilité des capitaux internationaux : un mythe ou une réalité ? .....	6
Les dommages causés par un arrêt brutal des flux de capitaux : la crise asiatique .....	10
La gestion de la crise : à la recherche d'une solution globale .....	14
Que faire pour (ne pas) surmonter le problème du surendettement domestique ? ...	19
Une stratégie globale pour la prévention des crises .....	27
La prévention des crises : ce que peuvent faire les pays d'accueil .....	34
Notes .....	42
Bibliographie .....	43
Tableau 1 Apports nets de capitaux privés aux pays asiatiques en crise .....	11
Tableau 2 Balance du compte courant et PIB réel .....	12
Tableau 3 Taux de change, marchés boursiers et différence de rendement des titres des pays asiatiques en crise .....	12
Tableau 4 Encours de la dette étrangère privée dans les pays asiatiques en crise, 1998 .....	12
Tableau 5 Encours de la dette privée intérieure dans les pays asiatiques en crise, 1998 .....	13
Tableau 6 Relations possibles entre les débiteurs et les créanciers .....	17
Tableau 7 Le coût de la dette, la croissance du crédit et les échanges .....	21
Tableau 8 Solution de la crise bancaire en Asie, 1998 .....	22
Tableau 9 L'impact budgétaire des crises bancaires et monétaires dans les années 90 .....	23
Tableau 10 L'Accord de Bâle sur les fonds propres : pondération des risques en fonction de certaines catégories d'actifs inscrites au bilan .....	30
Tableau 11 Structure des échéances de la dette extérieure dans certains pays .....	40
Encadré 1 Les études de la Banque centrale du Chili sur l'efficacité des mesures prises par le pays pour maîtriser les flux de capitaux .....	38

Au cours de ce 21<sup>ème</sup> siècle, la production mondiale va sans doute se déplacer rapidement des économies vieillissantes de l'OCDE vers les pays en développement, plus jeunes (OCDE, 1997), et cette évolution sera bénéfique pour les deux régions. Dans la zone de l'OCDE, la population active va stagner ou diminuer, et les avoirs des fonds de pension décroître de plus en plus ; le rendement du capital va donc baisser. L'augmentation de la population active mondiale sera entièrement le fait des pays en développement, ce qui laisse prévoir une plus grande rentabilité du capital dans ces pays (McKellar et Reisen, 1998), d'autant plus que l'observation montre que le potentiel de croissance des pays pauvres est plus élevé que celui des pays riches. Toutefois, pour que ces anticipations se concrétisent, il faut pouvoir compter sur des flux importants de capitaux mondiaux et il faut aussi que ces capitaux soient alloués avec suffisamment d'efficacité pour atteindre le taux de rentabilité sociale soutenable le plus élevé possible. Cette condition nous ramène à la fin du 20<sup>ème</sup> siècle.

En 1998, le monde a connu la plus grande panique financière depuis la grande dépression. Les capitaux privés, qui avaient afflué à un rythme sans précédent vers les pays en développement au cours des années antérieures, se sont soudain taris. Enclenché avec la crise du baht thaïlandais en juillet 1997, le mouvement s'est rapidement propagé à d'autres pays d'Asie de l'Est, touchant l'Indonésie, la Corée, la Malaisie et, dans une certaine mesure, les Philippines. Dans ces économies touchées de plein fouet par la crise, le niveau de revenu et plus encore celui de la consommation diminuent depuis lors à un rythme alarmant ; les coûts sociaux (et les répercussions politiques) de la crise commencent à se faire sentir. A l'automne 98, la contagion avait pris des proportions mondiales, gagnant pratiquement tous les marchés émergents à mesure que les investisseurs se reportaient sur les titres les plus sûrs des pays Membres de l'OCDE. Dans cette période particulièrement houleuse pour les décideurs, il est donc urgent que la communauté internationale débatte le plus rapidement possible des problèmes posés par la mondialisation financière et définisse une approche cohérente dans ce domaine si l'on veut que la « nouvelle ère mondiale » puisse se matérialiser.

Ce Cahier de politique économique a pour objet d'éclairer ce débat. La première section montre l'importance d'une approche cohérente à l'égard de la mondialisation des mouvements de capitaux, et les avantages que l'on peut en tirer. Si ces avantages sont parfois exagérés et si les éléments d'appréciation qui permettent de les quantifier restent certainement insuffisants, le retour à l'ère des contrôles des mouvements des capitaux serait préjudiciable, tant pour les pays industriels que pour les pays en développement. Nous constatons ensuite, dans la deuxième section, que le coût économique de la crise financière actuelle

est extrêmement lourd et qu'il est donc indispensable de prendre des dispositions pour améliorer la gestion des crises et tenter de les prévenir. Les troisième et quatrième sections analysent plusieurs solutions préconisées pour améliorer la gestion des crises, une fois qu'elles se sont déclarées, tant par la mise en place d'un cadre réglementaire mondial que par l'action menée par les pays concernés. Les deux dernières sections sont consacrées à la prévention des crises. Elles évaluent ce qui peut être fait au plan réglementaire, au niveau mondial et au niveau des pays, pour réduire la fréquence et la gravité des crises financières et monétaires.

### **Les avantages de la mobilité des capitaux internationaux : un mythe ou une réalité ?**

A l'heure où pratiquement tous les marchés émergents bradent leurs actifs à tout va, le moment est mal venu de « vendre » les avantages de la mobilité des capitaux. Si ces avantages existent indéniablement, les données quantitatives les concernant sont étonnamment lacunaires. En principe, les avantages de la mobilité des capitaux devraient surtout se manifester dans l'interaction entre les économies de l'OCDE, riches en capitaux, qui ont un taux de croissance modéré et une population qui vieillit rapidement, et les économies émergentes, pauvres en capitaux, qui enregistrent une croissance rapide et dont la population vieillit peu. Les effets positifs proviennent, d'une part, de la meilleure allocation de l'épargne mondiale, qui est drainée vers les investissements les plus productifs et, d'autre part, de la possibilité de maintenir les niveaux de consommation en cas de choc préjudiciable ou d'évolution défavorable des tendances démographiques. En outre, beaucoup pensent que les marchés de capitaux ouverts obligent les pays d'accueil des capitaux à poursuivre des politiques économiques rationnelles. Même si les flux nets de capitaux entre les pays de l'OCDE et les économies extérieures à cette zone s'équilibrent, on peut présumer que les marchés de capitaux ouverts offrent des avantages importants du fait de la diversification et des retombées sous forme de technologie, de savoir-faire en matière de gestion, d'accès au marché et de compétitivité. Les différences qui existent entre les deux zones pour ce qui est de l'exposition aux chocs propres aux pays et du degré de maturité économique et démographique donnent à penser que les avantages de la mondialisation financière liés à la diversification ne disparaîtront pas rapidement.

Toutefois, les trois grandes crises monétaires et financières des années 90, qui ont frappé des pays dont les paramètres macro-économiques fondamentaux étaient généralement solides (la Scandinavie en 1991-93, le Mexique en 1994-95, et l'Asie aujourd'hui), ont mis en lumière l'importance des coûts potentiels de l'ouverture des marchés des capitaux. Devant l'ampleur des perturbations

économiques, sociales et politiques causées par ces crises, certains pays ont entamé un mouvement de retrait vers l'autarcie financière, en imposant des contrôles sur les sorties de capitaux ou en décidant unilatéralement de ne pas honorer leurs obligations à l'égard de l'étranger. Les événements ont entièrement confirmé les mises en garde de ceux qui soulignaient que l'ajustement macro-économique à opérer en cas de reflux brutal des capitaux étrangers pouvait être extrêmement douloureux. Les gouvernements et les banques centrales avaient été avertis (entre autres par le biais d'une série d'études du Centre de Développement de l'OCDE, dont celle de Fischer et Reisen, 1992) qu'ils devaient s'assurer du caractère durable des entrées de capitaux. Dans une allocution aux autorités monétaires asiatiques prononcée au cours de l'automne 1995, l'auteur de ces lignes soulignait en ces termes les risques que comportaient les mouvements de reflux des capitaux (Reisen, 1996) :

*Premièrement*, on reconnaît de plus en plus que les marchés financiers mondiaux souffrent de trois distorsions principales : l'asymétrie de l'information, qui explique le comportement moutonnier des investisseurs et qui entraîne, dans les périodes favorables, des problèmes de congestion ; le fait que certains intervenants sur le marché pèsent d'un poids trop important pour qu'on les laisse tomber en faillite conduit à des prises de risques excessives. Il est donc douteux que les marchés financiers puissent discipliner les gouvernements et les amener à adopter des politiques plus judicieuses ; et, même en admettant qu'ils le puissent, les coûts économiques et sociaux risqueraient d'être excessifs.

*Deuxièmement*, toute diminution des entrées de capitaux exige une réduction immédiate de l'absorption domestique afin de rééquilibrer la balance extérieure. On peut penser que, sur le court terme, l'équilibre entre l'épargne et l'investissement sera plutôt obtenu par une baisse de l'investissement que par une augmentation de l'épargne, ce qui ne manquera pas de peser sur la production future. Les niveaux de production courants fléchissent dans la mesure où les rigidités existantes empêchent de redéployer les ressources, de sorte que l'effet de contraction lié à la diminution de l'absorption excède les effets de substitution expansionnistes.

*Troisièmement*, l'expansion du crédit intérieur que provoquent les entrées de capitaux non stérilisées n'est pas toujours suffisamment justifiée pour supporter la hausse des taux d'intérêt et la diminution du prix des actifs domestiques qui accompagnent le reflux de ces capitaux. L'écroulement des institutions financières domestiques qui

s'ensuit incite les autorités à pratiquer une politique d'expansion monétaire et à renflouer les banques en difficulté, ce qui alimente les déficits budgétaires.

La charge de prouver les avantages que procurent la libéralisation des mouvements de capitaux retombe maintenant sur les partisans de l'ouverture des marchés des capitaux, que l'on accuse d'avoir plutôt fait de la réclame que de donner des preuves quantitatives tangibles des avantages de la mondialisation financière (Bhagwati, 1998). Une analyse des données chiffrées tend à indiquer que la plupart des avantages que les pays en développement ont pu retirer de l'ouverture financière sont liés aux investissements directs étrangers :

- *Premièrement*, si l'épargne étrangère permet une accélération de l'investissement en augmentant (plutôt qu'en évinçant) l'épargne intérieure, elle a en général un effet positif temporaire d'un demi-point de pourcentage sur le PIB (Reisen, 1996). Ce résultat suppose des parts de capital et des coefficients de capital normaux et des entrées nettes de capitaux de 3 à 4 pour cent du PIB ; de plus, tous les effets externes éventuels de l'ouverture sont ignorés.
- *Deuxièmement*, l'investissement direct étranger ne permet de promouvoir l'investissement intérieur et la croissance à long terme que si l'économie du pays d'accueil est largement exempte de distorsions. Borensztein, de Gregorio et Lee (1995) montrent que, pour chaque point de pourcentage d'augmentation du ratio de l'IDE au PIB, le taux de croissance de l'économie d'accueil augmente de 0.8 point de pourcentage. La contribution à la croissance à long terme est liée aux effets conjugués de deux facteurs. Premièrement, l'investissement direct étranger favorise l'investissement intérieur, puisque les deux sont complémentaires dans la production et qu'il a des effets d'entraînement positifs. Deuxièmement, l'investissement direct étranger stimule la croissance *via* les transferts de technologie qu'il implique et *via* son incidence sur l'efficacité, à condition toutefois que le pays d'accueil dispose d'un stock minimum de capital humain.
- *Troisièmement*, les données d'observation ne permettent guère d'établir que les pays qui n'imposent pas de contrôles sur les mouvements de capitaux ont une croissance plus vigoureuse que ceux qui en imposent, lorsque l'on neutralise les effets de déterminants de la croissance tels que le niveau de revenu et le niveau d'instruction (Grilli et Milesi-Ferretti, 1995 ; Rodrik, 1998). Toutefois, ces études ne tiennent pas compte de l'importance variable des restrictions qui pèsent sur le compte de capital, ni des effets

différents sur la croissance que peuvent avoir divers éléments du compte de capital (Eichengreen, Mussa *et al.*, 1998). Sauf pour l'investissement direct étranger, les séries chronologiques relatives aux flux de capitaux privés ne sont pas suffisamment longues pour tirer des conclusions solides sur l'action des pouvoirs publics. En particulier, aucune étude internationale n'a été effectuée pour évaluer l'impact de la libéralisation du compte de capital en prenant en considération la solidité du système financier des différents pays. Il a été noté qu'aucun des pays développés de l'OCDE ne maintient un dispositif de contrôle des capitaux, même pour les capitaux à court terme (Poret, 1998). Cela indique peut-être que, lorsque les systèmes financiers sont parvenus à maturité, les avantages de la mobilité totale des capitaux dépassent largement tous les coûts qu'implique cette mobilité. Cela indique peut-être aussi que, dans l'optique des investisseurs, les économies matures de l'OCDE sont sujettes à des chocs moins violents et donc à moins de perturbations que les pays en développement.

La virulence de la contagion de la crise de 1997-98 est également imputable aux nouvelles technologies financières et au fait que les actifs étaient en grande partie financés par des capitaux d'emprunt, ce qui explique la rapidité et la force exceptionnelles des attaques spéculatives sur les monnaies (Summers, 1998 ; FMI, 1998a). Les flux privés transfrontières sont devenus plus volatils du côté de l'offre pour diverses raisons, et en particulier les suivantes :

- Une proportion croissante des achats d'actifs repose sur l'effet de levier, et cela est particulièrement vrai pour les *hedge funds* ou fonds spéculatifs ; l'utilisation de l'effet de levier (investir à l'aide de fonds empruntés à la hauteur de plusieurs fois les fonds propres) implique des variations brutales de portefeuille lorsque les banques (qui prêtent de l'argent aux fonds spéculatifs) font des « appels de marge » (effectuent un prélèvement sur la couverture de garantie lorsque celle-ci descend au-dessous d'un seuil spécifié). Les banques implantées dans les pays Membres de l'OCDE non seulement prêtent de l'argent aux fonds spéculatifs, mais elles s'engagent aussi de plus en plus dans des transactions pour leur compte propre dans le but d'exploiter les opportunités à court terme offertes sur les marchés émergents, en vendant des monnaies à faible rendement comme le yen et en achetant des titres à haut rendement des marchés émergents. La technique, appelée *carry trade* en yen ou en dollars, prend appui sur les faibles taux d'intérêt pratiqués sur les marchés de la zone de l'OCDE et les monnaies stables des marchés émergents (pour une description détaillée, voir FMI, 1998a).

- Avec la multiplication et le développement des produits dérivés offerts par les centres financiers mondiaux, il est plus facile de contourner les réglementations prudentielles et la surveillance des marchés émergents et d'échapper à la taxation et aux contrôles des capitaux ; ces transactions obscurcissent aussi la signification des données du compte de capital qui figurent dans les comptes standard de la balance des paiements (Garber, 1998). La réalisation des placements des positions sous-jacentes accélère et intensifie les attaques spéculatives sur les monnaies dont le taux de change est fixé par rapport à une ou plusieurs autres monnaies, et il accentue les faiblesses des systèmes des marchés émergents.
- Les systèmes modernes de gestion des risques — avalisés et imposés par les instances réglementaires des pays industriels — sont devenus la principale courroie de transmission des crises (Folkerts-Landau et Garber, 1998 ; Reisen et von Maltzan, 1999). Avec les systèmes de limitation des risques fondés sur des matrices internationales de variance-covariance des rendements des titres, il est manifeste que la volatilité du marché dans un pays entraînera systématiquement une réévaluation en hausse du risque de crédit et du risque de marché dans un pays corrélé, ce qui déclenchera des appels de marges automatiques et un resserrement des lignes de crédit. Les systèmes de limitation des risques, et les réglementations prudentielles en vigueur dans certains pays, exigent aussi que les investisseurs institutionnels et autres ne détiennent en portefeuille que des titres de qualité bancaire (*investment grade*), de sorte que la révision en baisse de la cote de crédit d'un pays se traduit immédiatement par la liquidation des actifs concernés et le tarissement des nouveaux financements.

### **Les dommages causés par un arrêt brutal des flux de capitaux : la crise asiatique**

Les entrées nettes de capitaux privés dans les cinq pays les plus durement touchés par la crise asiatique — la Corée, l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines et la Thaïlande — pendant la période 1995-96 représentaient 6.6 pour cent de leur PIB combiné. L'optimisme excessif qui régnait parmi les investisseurs internationaux à cette époque se reflétait dans les différences de rendement très faibles des instruments de financement de ces pays (moins de 100 points de base par rapport aux rendements des euro-obligations). Dans la seconde moitié de 1997, les flux se sont brutalement taris. Les sorties nettes de capitaux entre 1996 et 1997 représentaient 11 pour cent du PIB global de ces cinq pays. Le

revirement le plus important est venu des banques commerciales, qui avaient continué à prêter jusqu'à une période avancée de l'année 1997 malgré les avertissements de la Banque des règlements internationaux (BRI) et de l'Institut de finance internationale (IFI). Il y eut également un reflux important des investissements nets de portefeuille. Le seul poste du compte de capital à afficher une certaine résistance — tout comme lors de la crise mexicaine de 1994-95 — fut l'investissement direct étranger.

Tableau 1. **Apports nets de capitaux privés aux pays asiatiques en crise**<sup>1</sup>  
(en milliards de dollars)

	1995	1996	1997e	1998p	1999p
Apports nets de capitaux privés	83.8	93.8	-6.0	-24.6	-15.1
Banques commerciales	58.0	58.3	-29.0	-30.5	-17.8
Autres dettes (obligations)	9.9	18.1	23.3	-2.1	-3.8
Prises de participation	11.0	11.6	-6.8	1.1	-0.9
Investissements directs étrangers	4.9	5.8	6.5	6.9	7.4

e = estimations ; p = prévisions

1. Corée, Indonésie, Malaisie, Thaïlande et Philippines.

Source : Institut de finance internationale, *Capital Flows to Emerging Market Economies*, Washington, D.C., 29 septembre 1998.

En cas d'arrêt soudain des entrées de capitaux, il faut impérativement réduire la demande globale. En fait, s'il est nécessaire de reconstituer des réserves de change épuisées, la réduction de l'absorption (diminution de la consommation et de l'investissement) doit même excéder le reflux des capitaux. Entre 1996 et 1998, l'ajustement nécessaire du compte des transactions courantes des cinq pays asiatiques en crise, impliqué par la différence entre la demande globale et la production globale, ne représentait pas moins de 14.5 pour cent de leur PIB. L'ampleur et la rapidité de l'ajustement à opérer ont déclenché une grande crise économique dans les cinq pays, crise encore aggravée par la faiblesse de leur système bancaire. Alors qu'ils étaient habitués à des taux de croissance de l'ordre de 6 à 10 pour cent, ces pays devraient accuser un recul de 9 pour cent en 1998, et une nouvelle contraction de 4 pour cent en 1999 (tableau 2). Le chômage officiel, qui a toujours été inférieur à celui des pays de l'OCDE pour la bonne raison qu'il n'existe pas de filets de protection sociale (ni de prestations d'aucune sorte) devrait faire un bond et passer d'une fourchette basse à un chiffre, à 15 pour cent en Indonésie, 13 pour cent aux Philippines et 9 pour cent en Thaïlande, selon les estimations établies par le BIT (BIT, 1998).

Tableau 2. **Balance du compte courant et PIB réel**

	1995	1996	1997e	1998p	1999p
1. Compte des transactions courantes (en pourcentage du PIB)					
Pays asiatiques en crise <sup>1</sup>	-4.1	-5.1	-2.6	9.4	8.5
Économies de marché émergentes <sup>2</sup>	-2.0	-1.8	-1.4	-0.9	-0.5
2. PIB réel (variation en pourcentage)					
Pays asiatiques en crise <sup>1</sup>	8.4	7.0	4.5	-9.1	-3.8
Économies de marché émergentes <sup>2</sup>	4.4	5.0	5.0	1.2	1.4

e = estimations ; p = prévisions

1. Corée, Indonésie, Malaisie, Thaïlande et Philippines.

2. 29 économies de marché importantes.

Source : Institut de finance internationale, *Capital Flows to Emerging Market Economies*, Washington, D.C., 29 septembre 1998.

Tableau 3. **Taux de change, marchés boursiers et différence de rendement des titres des pays asiatiques en crise**  
(30 septembre 1998)

	Variation depuis juillet 1997 (pourcentage)		Différence de rendement par rapport aux euro-obligations (points de base)
	Taux de change du dollar	Indice des marchés boursiers	
Indonésie	-77.4	-62.1	1 397
Corée	-39.3	-59.8	810
Malaisie	-33.7	-69.5	n.a.
Thaïlande	-34.0	-55.0	679
Philippines	-39.7	-55.3	821

Source : Reuters Online; Deutsche Bank Research, *Global Emerging Markets*, Vol. 1.3, octobre 1998.

Tableau 4. **Encours de la dette étrangère privée<sup>1</sup> dans les pays asiatiques en crise, 1998**  
(30 septembre 1998)

	Dette étrangère (milliards de dollars)	Décote (pourcentage)	Encours total de la dette (milliards de dollars)	% PIB
Indonésie	79	55	44	40.0
Corée	83	36	30	9.6
Malaisie	39	36	14	18.7
Thaïlande	79	35	28	17.5
Philippines	24	41	10	15.4

1. La décote est la variation du prix de la dette sur le marché depuis le 30 juin 1997. Le terme dette désigne ici la valeur estimative de la dette fondée sur la valeur du marché (total moins la valeur estimative de la dette due par le secteur public). L'encours de la dette est estimé par application de la décote à toutes les dettes commerciales extérieures.

Source : Deutsche Bank Research, *Global Emerging Markets*, Vol. 1.3, octobre 1998.

Tableau 5. Encours de la dette privée intérieure dans les pays asiatiques en crise, 1998

	Prêts improductifs		Créances irrécouvrables	
	(% des prêts)	(% PIB)	(milliards de dollars)	(% du capital des banques)
Indonésie	70	19.0	20.8	1 088
Corée	35	17.2	53.0	196
Malaisie	35	20.3	15.1	145
Thaïlande	45	26.5	41.6	347
Philippines	20	6.5	4.1	86

Source : Deutsche Bank Research, *Global Emerging Markets*, Vol. 1.3, octobre 1998.

Le reflux brutal des capitaux privés a fait chuter les taux de change et dégringoler le prix des actions sur les marchés boursiers locaux tandis que la prime demandée pour couvrir le risque souverain grimpait à des niveaux pratiquement prohibitifs. Le baht thaïlandais et le won coréen ont perdu la moitié de leur valeur par rapport au dollar, et la roupie indonésienne a reculé de 80 pour cent dans les premiers mois de la crise, ce qui a provoqué une forte progression des prêts non productifs dans le système bancaire local et des pertes sèches pour les entreprises emprunteuses qui n'avaient pas pris la précaution de se couvrir. Les agences de notation des pays, dont les méthodes conduisent en fait à sanctionner une situation établie (Reisen et von Maltzan, 1999), ont intensifié la panique en rétrogradant les emprunteurs asiatiques, connus pour la qualité de leurs titres, au statut de pays de pacotille. La baisse de la cote de crédit de ces pays a contraint les investisseurs institutionnels à se débarrasser des actifs asiatiques et a permis aux banques d'exiger le remboursement immédiat de leurs prêts.

Au début, les observateurs avaient tendance à penser que le reflux des capitaux était imputable à la politique économique et aux faiblesses institutionnelles des pays asiatiques en crise. Mais la propagation générale de la crise à d'autres marchés émergents jugés fondamentalement sains a conforté la position des économistes qui étaient d'avis que le retournement de tendance des capitaux, des taux de change et de la cote de solvabilité des pays dans une période de temps aussi courte ne pouvait être attribué à des changements intervenus dans les paramètres fondamentaux des pays touchés par la crise. Quelles que soient les causes profondes de cette crise, elle affecte les perspectives économiques des pays touchés pour les années à venir. Qui plus est, du fait de la chute des taux de change et de la forte contraction de leur PIB, les pays en crise sont maintenant confrontés au problème causé par l'énorme dette du secteur privé, qui, selon les estimations établies, dépasse de loin les proportions enregistrées en Amérique latine dans les années 80 (Armstrong et Spencer, 1998). La solution de ce problème va inévitablement grever les budgets publics car elle signifie que la dette

publique va fortement augmenter ; de leur côté, les investisseurs étrangers vont devoir annuler une partie de leurs créances. Sauf aux Philippines, le volume des prêts improductifs dépasse de loin le capital des banques, et la décote des créances extérieures signifie qu'une partie au moins de la valeur actuelle nette de la dette ne sera sans doute pas remboursée. Plus la restructuration des banques sera reportée, plus la part des prêts improductifs augmentera, et plus on tardera à alléger la dette extérieure des pays touchés par la crise, plus la décote de leurs créances sur les marchés secondaires s'accroîtra ; cela ne servira qu'à priver de crédit les activités rentables et à différer plus que nécessaire le retour de la confiance des investisseurs. Pour le moment, le reflux sans précédent des capitaux étrangers d'Asie place les pays concernés devant un problème de transfert, exactement comme ce qui s'est passé pour l'Amérique latine dans les années 80. A l'époque (Reisen et van Trotsenburg, 1988), le problème budgétaire avait été « résolu » par une inflation élevée puisque les recettes fiscales normales étaient insuffisantes pour payer le transfert et que la baisse des prix à l'exportation ajoutait encore au problème du fait que de nombreux pays cherchaient en même temps à dégager un excédent commercial.

### **La gestion de la crise : à la recherche d'une solution globale**

Toute solution globale à la crise soulève des problèmes épineux, D'un côté, seul un prêteur en dernier ressort efficace, qui soit en mesure d'engager de façon crédible un volume suffisant de liquidités pour aider les pays jugés fondamentalement sains mais illiquides, peut remédier au manque de confiance généralisé des agents économiques. D'un autre côté, une opération de sauvetage financier implique de sortir d'affaire (au moins en partie) des investisseurs qui auraient dû essuyer les pertes dues à leurs prises de risques excessives, ce qui est une invite à recommencer ; c'est le ressort même de l'aléa de moralité. Toutefois, l'argument de l'aléa de moralité est souvent exagéré. Les éléments d'appréciation sur la crise asiatique, comme d'ailleurs l'analyse de la crise mexicaine de 1994-95, montrent que les détenteurs d'actions et d'obligations ont en fait accusé de lourdes pertes. On peut penser en revanche que les banques commerciales et les banques d'investissement ont bénéficié d'une assistance financière lors de précédentes crises et que les pertes qu'elles ont subies jusqu'à présent du fait de la crise asiatique sont restreintes. Si ce constat paraît valable si l'on considère les engagements figurant au bilan des banques, la question reste posée pour ce qui est des pertes liées aux engagements et aux activités hors bilan (telles que les garanties d'émission).

On se rend compte maintenant que les institutions financières internationales ne peuvent être des prêteurs en dernier ressort dans un monde où les capitaux se déplacent avec la plus grande facilité. Dans les tranquilles décennies précédentes, lorsque la mobilité des capitaux était restreinte, les crises de balance des paiements traduisaient en fait un déséquilibre du compte des transactions courantes. A l'époque, le soutien conditionnel apporté par ces institutions dans le cadre de programmes échelonnés permettait d'aider efficacement les pays à surmonter leurs difficultés de balance des paiements. Mais aujourd'hui, la balance des paiements, les taux de change et les taux d'intérêt sont gouvernés par le compte de capital. Dans ces conditions, il faut que les institutions financières internationales apportent d'entrée de jeu une assistance massive si elles veulent avoir un impact sur le marché, mais leur intervention risque de nourrir les doutes des investisseurs privés. Dans un monde où les actifs privés liquides portent sur des billions de dollars et peuvent franchir les frontières pratiquement sans aucune contrainte, les sources officielles sont insuffisantes, et le resteront. De plus, les produits dérivés et les positions soutenues par des capitaux d'emprunt augmentent d'autant l'impact que le déplacement de ces actifs peut avoir sur le marché. Par conséquent, dans la mesure où les banques centrales des grands pays ne sont pas disposées à assumer le rôle de prêteur en dernier ressort, tout investissement sur un marché émergent comportera nécessairement un risque de chute des cours plus important qu'il y a seulement quelques années. C'est un élément qui peut aller à l'encontre de la mondialisation financière et réduire les apports de capitaux privés aux pays en développement. Mais il peut aussi améliorer la qualité de ces flux du fait que les aléas de moralité liés à la possibilité d'un renflouement sont réduits.

Les ressources limitées des institutions financières internationales peuvent toutefois être renforcées par effet de levier. En octobre 1998, la Thaïlande a réussi pour la première fois depuis le déclenchement de la crise à placer une émission d'obligations malgré sa cote de crédit déplorable parce que la garantie offerte par la Banque mondiale a permis de rehausser la notation de ces titres au niveau de la qualité bancaire. En fournissant des garanties au lieu de donner de l'argent, les institutions financières internationales peuvent utiliser leurs ressources de façon plus productive et aider certains pays à reprendre pied sur les marchés des capitaux. Pour réduire le risque de défaut de paiement sur ces obligations, seuls doivent être considérés les pays qui ont grandement progressé dans la voie des réformes. Il faut aussi que la garantie soit liée à des projets déterminés plutôt qu'au financement de la balance des paiements. Cette dernière condition restreint toutefois le champ d'application de ces projets dans le cadre de la crise actuelle.

Le Groupe de travail du G22 sur les crises financières internationales, qui a publié en octobre 1998 ses recommandations au sujet de la gestion des crises futures (en précisant de manière explicite que ces suggestions ne sauraient être considérées comme un programme d'action pour la solution de la crise de 1998), reconnaît que « les flux de capitaux privés dépassent en ampleur les ressources que la communauté des bailleurs de fonds publics peut raisonnablement fournir » (Groupe des vingt-deux, p. 21). Comme les ressources publiques sont insuffisantes, cela signifie que les pays d'Asie ne pourront résoudre le problème posé par leur dette extérieure (voir tableau 4) s'ils ne bénéficient pas d'une remise de dette. Dans son rapport, le G22 montre sa préférence pour une réduction volontaire de la dette, mais il reconnaît qu'une « approche purement volontaire serait peut-être irréaliste. Cela demanderait en particulier tellement de temps que cela entraînerait une érosion de la confiance, ce qui serait contraire aux intérêts collectifs des créanciers et des débiteurs dans un plan de traitement équitable et coopératif de la dette » (Groupe des vingt-deux, p. 22). De fait, c'est précisément ce que la crise de la dette des années 80 nous a enseigné et c'est ce que prouvent les différences de rendement de plus en plus importantes des obligations publiques asiatiques par rapport aux titres d'autres pays.

La crise de la dette des pays latino-américains dans les années 80 a montré que le rééchelonnement de la dette n'est en soi que d'un secours minime en cas de problèmes d'insolvabilité ou d'illiquidité. Ce fait a finalement été reconnu avec la mise en place du plan Brady de réduction de la dette en 1989, alors que la décote des créances latino-américaines sur le marché secondaire n'avait cessé d'augmenter pour atteindre une moyenne de 70 pour cent. De même, pendant les premiers mois de la crise asiatique, la stabilité relative des différences de rendement reflétait la perception du marché que la crise était liée à un problème de liquidité temporaire ; mais, à mesure que les opérateurs ont pris conscience des risques d'insolvabilité et de défaillance des débiteurs, la valeur des créances sur le marché secondaire a continué de baisser, leur décote s'établissant à 40 pour cent en moyenne pour les cinq pays en crise (voir tableau 5). Comme le soulignent Armstrong et Spencer (1998) de la Deutsche Bank Research, il y a eu très peu de réduction de la dette extérieure jusqu'à présent, étant donné que les programmes de rééchelonnement des dettes interbancaires n'entraînent pas de réduction du stock de la dette et que le programme mis en place par l'Indonésie pour traiter la dette des entreprises n'a pas trouvé de bailleurs de fonds volontaires.

Le manque de coordination empêche les réductions volontaires de dette, car ce genre d'opérations laisse entier le « problème des passagers clandestins ». En acceptant d'annuler une partie de sa créance, le créancier produit une

externalité pour tous les autres créanciers puisque sa décision va pousser à la hausse le prix de la dette restante sur le marché. Comme celui qui remet volontairement une dette ne peut « internaliser » l'augmentation du prix des titres de créance et qu'il fait par là même un cadeau à tous les autres créanciers (et investisseurs), une trop petite partie du « bien public » que représente l'allègement de la dette se produira sur une base volontaire. Pour que la réduction de la dette permette de favoriser le redressement de l'Asie de manière efficace, il faut une stratégie coordonnée à partir d'un centre. Jusqu'à présent, rien de ce genre ne figure même à l'ordre du jour des instances responsables. Il faut une autorité pour éviter les interminables séries de négociations entre les débiteurs, les créanciers et leurs gouvernements respectifs qui se sont révélées si dommageables en Amérique latine dans les années 80.

**Tableau 6. Relations possibles entre les débiteurs et les créanciers**

Débiteur	Créancier	
	Banques privées	Établissements non bancaires privés (marchés obligataires)
Secteur public	<i>Cas n° 1</i> : Club de Londres	<i>Cas n° 2</i> : Mexique 1995
Banques privées	<i>Cas n° 3</i> : Corée, Thaïlande	<i>Cas n° 4</i> : –
Établissements non bancaires privés	<i>Cas n° 5</i> : Essentiellement l'Indonésie	<i>Cas n° 6</i> : Indonésie en partie

*Note:* Les relations créanciers-débiteurs indiquées pour des pays déterminés représentent la situation au début de la crise.

*Source:* Regling (1998).

Le tableau 6 montre pourquoi il sera très difficile d'organiser une opération coordonnée de réduction de la dette. Dans les années 80, il y avait en général un débiteur —le secteur public— et un groupe assez homogène de créanciers constitué par des syndicats de banques (cas n° 1). Les banques internationales ont utilisé le Club de Londres comme centre de négociation pour rééchelonner et réduire la dette du secteur public. Le cas n° 2 illustre en grande partie celui du Mexique en 1995, lorsque le débiteur, qui était le secteur public, se trouvait face à un groupe hétérogène de détenteurs d'obligations. Le problème de coordination a été résolu par un prêt d'un montant sans précédent du FMI et un soutien rapide des États-Unis, ce qui a permis à l'économie mexicaine de se redresser promptement. Certains pensent toutefois que le renflouement du Mexique a encouragé les aléas de moralité du côté des investisseurs internationaux dans les années qui ont suivi, pour aboutir finalement à la crise financière mondiale que nous connaissons (voir notamment Regling, 1998). Les cas 3, 5 et 6 représentent la situation actuelle des pays d'Asie, qui oppose pour l'essentiel des débiteurs et

des créanciers du secteur privé. Comme il y a un grand nombre de débiteurs et un grand nombre de créanciers, il est difficile d'engager des négociations et encore plus difficile de mettre les participants d'accord.

Il est encourageant de constater que les recommandations formulées au lendemain de la crise du Mexique de 1994-95 par le Groupe des dix (1996) pour résoudre les crises de liquidité des pays, mais qui n'ont pas été suivies d'une action coordonnée des parties concernées depuis lors, sont désormais appliquées de façon active, non pour dédommager les créanciers étrangers, mais pour les amener à entrer dans le jeu (Groupe des vingt-deux, 1998) :

- Les détenteurs de créances sont invités à participer activement à la résolution des crises de la dette en signant un contrat qui prévoit : *i)* une représentation collective des détenteurs de créances en cas de crise ; *ii)* un vote à la majorité qualifiée pour modifier les conditions financières des titres de créance ; *iii)* le partage des actifs remis par le débiteur.
- Le conseil d'administration du FMI a décidé que le Fonds prolongerait la décision de 1989 « de prêter aux pays dont les prêts sont classés improductifs » afin d'aider les pays débiteurs ayant des arriérés souverains à l'égard de créanciers privés (y compris les détenteurs d'obligations) et les pays membres ayant des arriérés non souverains à l'égard de créanciers privés. Les concours accordés pour financer des arriérés pourraient être un signal de la confiance placée par l'institution dans les politiques et les perspectives d'avenir des pays débiteurs, et ils pourraient inciter les créanciers à conclure des accords de rééchelonnement ou de réduction de la dette.

On peut toutefois penser que ces dispositions seront plus efficaces pour réduire la fréquence et la gravité des crises futures que pour résoudre la crise actuelle des marchés émergents.

Si l'on veut éviter les moratoires unilatéraux, il faut envisager une socialisation partielle par les pays d'Asie des créances étrangères irrécouvrables sur le secteur privé en échange de concessions de la part des créanciers étrangers quant aux conditions financières des créances (taux d'intérêt, échéance, principal). La socialisation de la dette peut prendre la forme d'une garantie de la dette du secteur privé par l'État (comme en Corée à la fin de 1997), de la prise en charge légale des créances ou de leur conversion en dette publique. Cela ferait passer les emprunteurs asiatiques aux cas 1 et 2 du tableau de Regling.

La contrepartie doit venir des prêteurs étrangers. Mais ces derniers ont les moyens d'attendre (ils ont déjà constitué des provisions assez importantes dans la plupart des cas) dans l'espoir que l'assistance de l'étranger et les financements des institutions financières internationales feront augmenter la valeur marchande de leurs créances. Les gouvernements des pays créanciers auraient donc tout intérêt à inviter le secteur privé, et leurs banques domestiques en particulier, à mettre en place des plans de sauvetage financier, non seulement pour réduire les aléas de moralité pour les activités de prêt futures du secteur privé, mais aussi pour favoriser le redressement de l'Asie dès maintenant. Le Plan Brady montre comment on peut résoudre les problèmes complexes de coordination et de négociation que supposent ces opérations de sauvetage (Reisen, 1994 ; Dooley, 1994 ; Cline, 1995). Ce plan n'a pu être mis en œuvre que lorsque les pays débiteurs et les pays créanciers ont forcé les banques créancières à participer aux accords ; en compensation, les créanciers se voyaient proposer un large menu d'options — combinant des opérations de réduction et de rééchelonnement de la dette et l'apport de nouveaux financements — qui augmentait l'attrait de l'opération pour les créanciers. Le Plan Brady a aussi montré qu'il suffisait d'effacer une partie de la dette pour permettre aux débiteurs d'honorer ensuite les créances restantes puisque leur prix a augmenté sur le marché après les allègements de dette.

### **Que faire pour (ne pas) surmonter le problème du surendettement domestique ?**

L'encours de la dette domestique (voir tableau 5) — pour l'essentiel des prêts bancaires dont les bénéficiaires ne peuvent plus assurer le service — dans les pays asiatiques en crise est plus important que l'encours de la dette extérieure (sauf en Indonésie et aux Philippines), et il dépasse aussi en ampleur les chiffres enregistrés lors des crises financières et monétaires qui ont frappé l'Amérique latine et la Scandinavie. Quelles que puissent être les conditions financières et commerciales extérieures, le premier souci des gouvernements asiatiques doit être de régler le problème posé par la dette domestique. La passation par pertes et profits des créances sur les entreprises insolvables cristallise les pertes dans les bilans des banques. Tant que le nécessaire n'aura pas été fait pour traiter la question des prêts improductifs et recapitaliser les systèmes financiers domestiques, il n'y aura pas de reprise économique durable. Mais sans reprise

économique, les systèmes financiers et les entreprises se porteront de plus en plus mal puisque les déséquilibres budgétaires qu'implique en définitive la résolution de la crise bancaire deviendront insoutenables.

Les malheurs des banques et des monnaies coûtent cher. Une étude récente du FMI (FMI, 1998b) couvrant 50 épisodes de crise entre 1975 et 1997, montre que les pertes cumulées de production sont lourdes — en moyenne quelque 14-15 pour cent du PIB. En règle générale, les économies de marché émergentes se sont redressées plus rapidement (2.8 ans) que les pays industriels (4.1 ans), mais leurs pertes de production globales ont été plus importantes. Compte tenu de l'importance de la dette domestique dans les économies asiatiques en crise, ces données rétrospectives montrent qu'il faut se garder d'un optimisme excessif quant aux possibilités de l'Asie de surmonter ses problèmes. Si l'on se fonde sur des scénarios trop optimistes pour déterminer la stratégie à adopter, il deviendra difficile d'élaborer des politiques pour le cas où la situation ne répondrait pas aux attentes, ce qui aggraverait le ralentissement de l'activité.

L'expérience du Japon dans les années 90 est un cas d'espèce. On a espéré que les banques « s'en sortiraient » avec une formule magique englobant un élargissement des marges d'intermédiation (ce qui faisait supporter les coûts du renflouement aux emprunteurs et aux déposants), l'assouplissement des réglementations prudentielles et la baisse des taux de financement. Mais, comme elles étaient peu capitalisées, les banques ont montré peu d'empressement à prêter ; la valeur des garanties présentées diminuant, toute distribution de crédit est devenue risquée. Faute d'avoir pris les mesures qui s'imposaient pour consolider son système financier, le Japon a connu dix années de stagnation (Posen, 1998).

La stabilisation récente des monnaies, la baisse des taux du marché monétaire amorcée depuis peu et le redressement spectaculaire des balances commerciales des pays asiatiques en crise sont autant d'éléments qui peuvent être interprétés, et qui l'ont en fait été, comme une première indication solide que le creux de la vague est passé. Ces éléments ont aussi conduit à établir des projections optimistes pour l'évolution de la croissance sur les derniers mois de 1998. Cependant, les monnaies asiatiques sont soutenues par des flux d'aide publique (il ne devrait plus y en avoir beaucoup) ; en outre, comme elles se situaient très largement en deçà de leur niveau d'équilibre au début de la crise (Davies, 1998), tout le monde tablait sur leur appréciation progressive en valeur réelle. Compter sur une baisse progressive des taux du marché monétaire pour stimuler la croissance, c'est ignorer les aspects économiques des crises bancaires. La diminution de ces taux peut simplement refléter l'augmentation de la demande

d'encaissements monétaires sans risque, mais le coût en pourcentage du capital reste plus élevé que la croissance du crédit intérieur au secteur privé (sauf en Indonésie), ce qui signifie que l'argent est cher et non pas bon marché. Enfin, l'ajustement de la balance commerciale s'est opéré par une compression des importations puisque les exportations stagnent ou diminuent. Tant que les flux commerciaux, qui sont en grande partie intrarégionaux (à peu près 50 pour cent maintenant) ne seront pas diversifiés géographiquement, que les exportateurs ne pourront avoir accès au crédit, et que l'Asie ne reprendra pas le chemin de la reprise économique, la croissance ne pourra guère être tirée par les exportations (tableau 7).

**Tableau 7. Le coût de la dette, la croissance du crédit et les échanges**  
Variation annuelle en pourcentage

	Coût de la dette <sup>1</sup> , %		Crédit intérieur au secteur privé <sup>2</sup>		Exportations (en dollars)		Importations (en dollars)	
	1997	1998	1997	1998	1997e	1998p	1997e	1998p
	2ème trim.	2ème trim.	2ème trim.	2ème trim.				
Indonésie	15.4	41.0	25.4	104.1	12.2	-1.3	4.5	-31.6
Corée	9.6	18.6	21.3	8.7	6.6	-7.1	-2.1	-36.2
Malaisie	7.8	12.3	n.d.	10.3	0.9	-9.3	1.5	-15.3
Thaïlande	20.4	23.1	16.2	15.2	4.2	-0.4	-13.8	-28.7
Philippines	12.6	22.6	33.1	12.6	22.9	15.9	14.1	-9.9

e = estimations ; p = prévisions

1. Taux interbancaires locaux à six mois (Corée, taux off-shore à six mois) et marge appliquée aux entreprises par rapport aux taux interbancaires locaux.
2. Fin de période.

Sources : Deutsche Bank Research, *Global Emerging Markets*, Vol. 1.3, octobre 1998; JP Morgan, *World Financial Markets*, Quatrième trimestre 1998.

Avec la chute des taux de change et les taux d'intérêt élevés, les bilans des entreprises indonésiennes, coréennes et thaïlandaises affichent dans bien des cas des pertes qui dépassent la valeur de leurs fonds propres. Sur la base de ce critère, la Banque mondiale (World Bank, 1998) estime que, parmi les entreprises cotées en bourse, deux sur trois sont en faillite en Indonésie, deux sur cinq en Corée et une sur quatre en Thaïlande. Tant que des plans ne seront pas mis en place pour restructurer les entreprises et traiter le problème de la dette, même des politiques budgétaires et monétaires très souples ne pourront stimuler la reprise. L'importance de la dette domestique se reflète dans une crise systémique du secteur bancaire. En effet, comme les défaillances des emprunteurs se multiplient, les banques se refusent à accorder de nouveaux prêts et préfèrent accumuler des actifs sans risques pour rétablir leurs normes de fonds propres.

Comme des pans importants du secteur financier et du secteur des entreprises sont devenus techniquement insolvables sous les effets conjugués de la baisse des taux de change et du coût de la dette, l'État doit assumer un rôle de premier plan pour revitaliser le secteur privé. L'analyse des programmes de restructuration réussis a conduit l'OCDE (OCDE, 1998) et la Banque mondiale (World Bank, 1998) à prescrire les règles suivantes :

- Évaluation rapide et complète des banques (en distinguant les entités viables des entités en faillite) ;
- Élimination des prêts improductifs des bilans des banques et transfert de ces créances à un organisme distinct de recouvrement des prêts ;
- Apport de capital aux seules banques viables pendant la restructuration ;
- Application des politiques de sortie du marché aux entreprises (code relatif aux faillites, cession des actifs) ;
- Obligation pour les entreprises de négocier un plan de traitement des dettes afin de récupérer une partie du coût budgétaire de la restructuration et d'envoyer un signal aux débiteurs défaillants.

En plus de cette liste de règles, les pays peuvent aussi prendre des mesure pour encourager des banques étrangères à recapitaliser les banques (et à améliorer les normes bancaires). Avant la crise, les banques étrangères avaient relativement peu pénétré les marchés domestiques asiatiques. Le FMI (1998a) souligne toutefois que cela risque d'affaiblir encore les banques domestiques (qui restent avec des clients d'une solvabilité plus que douteuse). La plupart des pays asiatiques en crise ont maintenant levé les restrictions à l'entrée des banques sur le marché, mais jusqu'à présent seule la Thaïlande a réussi à attirer de nouveaux capitaux (à hauteur de 5 pour cent du PIB environ) dans le système bancaire.

Tableau 8. **Résolution de la crise bancaire en Asie, 1998**

	Indonésie	Corée	Malaisie	Thaïlande
Nombre de banques				
Effectif initial	240	169	89	132
Banques fermées	23	21	0	56
Banques nationalisées	47	2	0	13
Banques fusionnées	0	5	61	13
Banques achetées par des étrangers	0	0	0	4

Source : JP Morgan, *World Financial Markets*, Quatrième trimestre 1998.

Les observateurs s'accordent à reconnaître que la réforme du secteur bancaire est plus avancée en Corée et en Thaïlande qu'en Malaisie et en Indonésie (les Philippines, comme on le voit, n'ont pas connu de crise bancaire car la forte expansion du crédit qui précède la crise n'a commencé là-bas que relativement tard). Comme le montre le tableau 8, les banques les plus faibles ont été fermées et liquidées dans le cadre d'enchères, certaines banques ont été nationalisées en vue d'une privatisation ultérieure, et d'autres ont été contraintes à fusionner. En outre, les pays concernés ont créé des agences de restructuration, adopté une législation sur les faillites et introduit des règles plus strictes pour le provisionnement des créances, la classification des actifs et la constatation des créances acquises. Malgré ces progrès, la crainte de déclencher de nouvelles faillites d'entreprises et le coût budgétaire implicite des réformes ont freiné et limité les dispositions visant à résoudre les problèmes posés par la crise du secteur bancaire et les prêts improductifs (voir tableau 9).

Tableau 9. L'impact budgétaire des crises bancaires et monétaires dans les années 90

	Années	Prêts improductifs Pourcentage du total des prêts au point culminant	Coût budgétaire et quasi- budgétaire <sup>1</sup> Pourcentage du PIB	Recettes publiques Pourcentage du PIB
Finlande	1991-93	9	8-10	33
Norvège	1991-93	9	4	40
Suède	1991-93	11	4-5	39
Mexique	1994-95	11	12-15	15
Indonésie	1998	70	17	11
Corée	1998	35	16	20
Malaisie	1998	35	15	23
Thaïlande	1998	45	18	20

1. Les estimations basses englobent le coût du capital, du crédit et des obligations directement injectés dans le système bancaire ; les estimations hautes incluent en outre tous les autres coûts budgétaires, tels que les subventions du taux de change.

Sources : FMI, *Perspectives économiques mondiales*, 1998 ; FMI, *Statistiques financières internationales*, divers numéros ; Deutsche Bank Research, *Global Emerging Markets*, Vol. 1.3, octobre 1998.

Les retards apportés à la restructuration des banques afin de ne pas trop grever le budget public et de permettre aux banques de continuer à prêter à des entreprises non viables ne feront qu'alourdir le coût de la réforme du système financier. L'expérience de l'Amérique latine dans les années 80 (World Bank, 1998) et celle du Japon dans les années 90 (Posen, 1998) en administrent la preuve. S'il est indispensable d'ouvrir à nouveau les robinets du crédit aux exportateurs et aux investissements viables pour accélérer la reprise, les

lenteurs de la réforme fournissent des incitations perverses aux banques sous capitalisées ou en faillite. Pour éviter que leurs ratios de fonds propres pondérés par les risques ne continuent de baisser, elles s'efforceront d'accroître la part relative des titres d'État ou d'autres actifs dont la pondération de risque est nulle ; ou alors elles joueront leur va-tout sur des activités (telles que les produits dérivés) d'un rendement élevé en raison des risques pour tenter de sortir de l'ornière. Mais tant que les mesures nécessaires ne seront pas prises pour résoudre rapidement et totalement la crise bancaire, les bons risques resteront sous-financés et les perspectives de croissance, compromises.

Il est toutefois évident qu'il faut opérer un arbitrage entre l'assainissement énergique du système bancaire pour lever un obstacle important à la croissance et l'affaiblissement de la situation budgétaire de l'État. Ce dilemme n'a jamais été aussi prononcé que dans les pays asiatiques en crise. Non seulement le volume des créances irrécouvrables est bien plus important que lors des crises bancaires et monétaires précédentes, mais ces pertes ont aussi un coût budgétaire qu'il faut bien couvrir alors que le niveau des recettes publiques n'a jamais été aussi faible (tableau 9). Le coût budgétaire tient essentiellement au fait que l'État devra prendre en charge les actifs improductifs par une émission de titres de dette d'un montant équivalent. Dans les pays asiatiques en crise, la seule charge des intérêts pour la nouvelle dette publique représente une portion très importante des recettes publiques ; les participations directes au capital des entreprises vont aussi grever le budget public.

Compte tenu des dilemmes difficiles que pose le règlement du problème de la dette, il peut être tentant de recourir à des solutions à courte vue et inefficaces pour réduire le coût budgétaire de l'opération. En particulier, l'imposition de contrôles sur les sorties de capitaux ou la décision unilatérale de ne pas honorer les obligations au titre de la dette seront manifestement préjudiciables pour les autres marchés émergents.

Le 1er septembre 1998, la Malaisie a imposé des contrôles rigoureux sur les sorties de capitaux. En tant que mesure de crise, sa principale justification est de réduire le coût budgétaire de la restructuration des banques en permettant d'abaisser les taux d'intérêt locaux sans entraîner une dépréciation plus importante de la monnaie — qui aurait pour effet d'alourdir encore les pertes du système bancaire et les pertes comptabilisées au bilan des entreprises non couvertes. Toutefois, l'observation des faits montre que les contrôles des sorties de capitaux n'apportent rien de bon aux pays en développement (Dooley, 1995). Ils contribuent en général à retarder les réformes en permettant à des emprunteurs privilégiés de continuer à obtenir du crédit, ce qui risque d'aggraver le problème des prêts improductifs dans le système bancaire local et donc d'alourdir encore

le coût ultime de la restructuration des banques. On peut craindre que la Malaisie suive pas à pas ce scénario. Les contrôles sur les sorties de capitaux ont un effet dissuasif réel sur les entrées de capitaux et notamment sur les investissements directs étrangers, qui ont contribué à promouvoir la croissance de la Malaisie dans le passé. Or, lorsque les capitaux étrangers n'entrent pas, le taux de change d'équilibre baisse et, si la parité nominale est fixée par décret, la prime sur le marché parallèle augmente. L'augmentation de la prime pousse encore plus les capitaux à sortir puisque les importations sont surfacturées et les exportations sous-facturées et qu'elle incite les agents économiques à se porter acheteurs de produits réels tels que l'or.

Deux semaines avant l'annonce de la Malaisie, la Russie a non seulement imposé des contrôles sur les sorties de capitaux, mais elle a aussi décrété un moratoire de 90 jours sur ses dettes à l'égard du secteur privé (moratoire qui concernait tant les créanciers étrangers que les créanciers intérieurs). L'expérience de l'Amérique latine en matière de moratoire dans les années 80 a été extrêmement coûteuse et donc de courte durée (Reisen, 1989). Dans les coûts de ce genre de décision, il faut inclure la perte d'accès aux marchés puisque les primes liées aux risques souverains grimpent à des hauteurs astronomiques ; le transfert des réserves de change pour éviter les saisies ; le soutien à apporter aux filiales étrangères des banques domestiques qui sont exclues des activités interbancaires ; les fuites de capitaux privés consécutives à la perte de confiance des investisseurs nationaux et étrangers ; et enfin, et surtout, la fermeture des lignes de crédit liées au commerce extérieur. En outre, étant donné que les banques domestiques sont souvent de gros prêteurs (captifs) de l'État et que les moratoires ont pour effet d'assécher le marché, leur capital s'érodera encore plus.

D'autres mesures destinées à réduire le coût budgétaire de l'assainissement des banques peuvent également avoir des effets secondaires sérieux (voir Reisen, 1989). Le Chili par exemple a recapitalisé son système bancaire au début des années 80 en émettant des bons de la Banque centrale plutôt que des titres publics. Dans ce cas bien sûr, la résolution de la crise bancaire n'affecte pas le budget public, mais les coûts quasi budgétaires sont élevés. En fin de compte, le Chili a dû recapitaliser la Banque centrale, mais il faut reconnaître qu'il avait pu bénéficier d'un certain répit entre-temps. Une méthode plus transparente consiste à adopter la solution de la Scandinavie, qui a choisi de créer des agences indépendantes chargées du recouvrement des créances. Ces agences avaient pour mission de maximiser la valeur de recouvrement des actifs improductifs soit en procédant à la fermeture immédiate de certains établissements et à la vente des garanties sous-jacentes, soit en s'efforçant de recapitaliser les emprunteurs illiquides afin d'améliorer les probabilités de recouvrement.

Une autre solution consiste à taxer les revenus des obligations d'État. Cela permet d'élargir la base d'imposition proportionnellement à l'intérêt manifesté par le public pour les titres d'État ; mais si l'anticipation est parfaite et les substituts parfaits, la taxation des intérêts n'a aucun effet sur les budgets publics. Les variations des taux d'imposition sur un actif donné entraînent une variation équivalente dans leur rendement d'équilibre, de sorte que les rendements après impôt ne changent pas.

Une autre option à explorer est celle qui consiste à échanger les dettes contre des prises de participation. C'était un volet important du programme mis en place par le Chili au début des années 80 pour résoudre le problème de la dette (étrangère et intérieure). Les conversions de créances en prises de participation permettent d'améliorer la structure des dettes des entreprises en réduisant les obligations courantes au titre du service de la dette tout en permettant aux créanciers (les banques ou l'État, après le transfert des créances irrécouvrables) d'obtenir en échange de leur renoncement à leurs créances l'assurance de partager les profits futurs des entreprises. Toutefois, les conversions de créances sont des opérations difficiles à mettre en œuvre sur une grande échelle étant donné les difficultés que soulève l'évaluation de la valeur des prêts et des prises de participation ainsi que les problèmes posés par les passagers clandestins.

Chose plus importante, le coût budgétaire inévitable du processus de restructuration en Asie doit être financé — et peut l'être — par un ajustement budgétaire axé sur la croissance et une politique d'aisance monétaire. Si les taux d'intérêt intérieurs sont extrêmement élevés, les banques ne vont pas recommencer à prêter ; elles vont plutôt investir leur argent dans les titres publics d'un haut rendement. Il est évident que le secteur des entreprises privées ne peut fonctionner avec des taux d'intérêt réels de l'ordre de 30 à 50 pour cent. Avec un taux de croissance réel négatif ou nul, l'émission de titres publics à ces taux ne peut que déboucher sur une dynamique explosive de la dette et l'insolvabilité de l'État — qui n'aura alors pour seule solution que de renoncer à honorer ses obligations ou d'accepter l'hyperinflation.

Les autorités monétaires peuvent exploiter la sous-évaluation des taux de change par rapport au niveau d'équilibre. Comme l'ont montré Ize et Ortiz (1987) pour la dette mexicaine dans les années 80, il est possible, dans une économie ouverte, d'abaisser les taux d'intérêt réels appliqués à la dette intérieure à condition qu'il y ait, au début de la crise de la dette et de la crise monétaire, une « surréaction » du taux de change qui le fasse passer au delà de son niveau d'équilibre. Si la dépréciation initiale laisse anticiper une appréciation ultérieure de la monnaie, créant ainsi un différentiel entre le rendement de la

monnaie nationale et le rendement des devises, le service de la dette sur les créances intérieures peut baisser. On peut donc envisager, dans le cadre de la restructuration continue du secteur des entreprises et du secteur bancaire, une politique monétaire plus accommodante sans compromettre la stabilité du taux de change dans la mesure où la confiance est restaurée.

Il ne faut pas que l'ajustement budgétaire à opérer pour faire face aux problèmes du secteur bancaire conduise à sacrifier la croissance de la production car la résistance sur les fronts politique et social que rencontrerait une telle politique conduirait sans doute à la remettre en cause. L'ajustement budgétaire doit aussi s'accompagner de mesures tendant à contenir les fuites de capitaux liées à la fiscalité. Cela signifie qu'en matière de finances publiques, les autorités d'Asie doivent plutôt chercher à élargir la base d'imposition qu'à comprimer les dépenses autres que les intérêts. Les coefficients effectifs de pression fiscale sont faibles dans les pays débiteurs d'Asie et il est possible de les augmenter sans créer de distorsions. Tout en maintenant les taux d'imposition marginaux à un niveau peu élevé pour éviter l'expatriation des capitaux et stimuler les entreprises, les autorités doivent élargir la base d'imposition en supprimant les exonérations fiscales et les mesures d'incitations spéciales. Si les taux d'imposition restent modestes, les dispositions fiscales seront mieux respectées et elles le seront encore davantage si la fraude fiscale manifeste est sévèrement sanctionnée et si les éléments discrétionnaires de la législation fiscale sont supprimés. On peut aussi élargir la base d'imposition et accroître le ratio des recettes publiques en introduisant un système de retenue à la source sur les salaires, les dividendes et les intérêts et en renforçant les moyens mis à disposition de l'administration des impôts pour lui permettre de recouper les différentes sources de recettes fiscales.

## **Une stratégie globale pour la prévention des crises**

La crise financière mondiale de 1997-98 pose des problèmes réglementaires complexes sans précédent aux décideurs internationaux. Alors que l'attention était centrée au départ sur les erreurs de politique économique des économies de marché émergentes, les projecteurs sont désormais braqués sur les faiblesses structurelles du système financier international. Après avoir souligné les « folies des emprunteurs », on souligne les « folies des prêteurs » (Laura d'Andrea Tyson, 1998). Pour L.H. Summers (1998), Directeur adjoint du Trésor des États-Unis, le mouvement auto-entretenu des fuites de capitaux privés désertant les économies de marché émergentes est analogue au phénomène des paniques bancaires qui secouent des économies entières. Le rapport du Groupe de travail

du G22 sur les crises financières internationales vise à identifier les mesures permettant de « prévenir » les crises financières internationales (et à faciliter leur résolution méthodique).

L'histoire tend à montrer (Kindleberger, 1978) qu'il n'est pas possible d'éviter totalement les crises financières et monétaires. Quelles que soient la vision des autorités et leur détermination à faire appliquer les réformes réglementaires, ces réformes ne peuvent au mieux que réduire la fréquence, la gravité et la contagiosité des crises financières ; elles ne pourront les éradiquer. En l'absence d'une diplomatie appuyée par les canons comme au 19<sup>ème</sup> siècle et en l'absence d'une législation mondiale sur les faillites qui soit applicable, les mouvements de capitaux entre les entités privées ou publiques des nations souveraines resteront soumis aux aléas de moralité, aux problèmes de sélection adverse et à l'opinion changeante des investisseurs. Depuis la fin de 1997 toutefois, les façons de voir des milieux officiels ont bien évolué, ce qui a permis de faire des progrès dans la construction d'un système financier international plus résistant aux crises.

Certaines propositions concernant la mise en place d'une « nouvelle architecture financière mondiale » recueillent l'agrément des décideurs des pays industriels comme des pays en développement. La nécessité d'une plus grande transparence et d'une plus grande responsabilisation des acteurs concernés est généralement admise. Le Groupe de travail du G22 sur la transparence et la responsabilisation attache une importance particulière aux dispositions permettant d'améliorer l'utilité, la fiabilité, la comparabilité et la clarté des données d'information fournies par le secteur privé ; le Groupe estime aussi qu'il faudrait que les banques d'affaires, les fonds spéculatifs et d'autres investisseurs internationaux fournissent à intervalles fréquents et en temps opportun des données générales sur leurs engagements internationaux. Les pays doivent fournir des informations de meilleure qualité sur leurs réserves de change, la dette extérieure et la santé de leur secteur financier. Un nombre croissant de pays se sont engagés à adopter les normes spéciales de diffusion des données établies par le FMI, et les états trimestriels de la BRI sur la répartition par échéance, secteur et nationalité des prêts interbancaires couvrent désormais un plus large éventail de pays et de risques.

L'application de normes comptables appropriées et la communication de données complètes et précises en temps opportun ne sont pas seulement un préalable indispensable à la mise en place d'une réglementation prudentielle et d'un dispositif de supervision. Cela peut aussi contribuer à stabiliser les anticipations

du marché. Une meilleure information est une condition nécessaire mais non suffisante pour prévenir les crises. « L'expérience asiatique le montre très clairement : les données de la BRI, aisément accessibles, montraient que certains de ces pays devenaient de plus en plus vulnérables à un arrêt soudain des prêts à court terme des banques internationales, et pourtant ces prêts n'ont cessé d'augmenter » note la BRI dans son rapport annuel de 1998. Pour stabiliser les anticipations du marché, souligne Alice Rivlin (1998), « il faut que les gens veuillent regarder la situation en face — et trop souvent ceux qui font des bénéfices préfèrent ne pas entendre les mauvaises nouvelles ».

Il est aussi largement admis que les prêts bancaires transfrontières sont soumis à des distorsions réglementaires du fait de l'Accord de Bâle de 1988 sur les normes de fonds propres, qui différencie les pondérations de risques en fonction des catégories de prêts bancaires. Le tableau 10 donne une vue d'ensemble sélective du système actuel de pondération de risques pour les actifs inscrits au bilan des banques. Fait très important, les prêts bancaires à court terme (un an maximum) aux banques situées hors de la zone de l'OCDE ont une pondération de risque de 20 pour cent seulement, alors que les crédits à long terme (plus d'un an) à ces mêmes banques sont pénalisés par une pondération de 100 pour cent. Une pondération de risque faible réduit les coûts d'emprunt puisque les banques ont besoin de moins de capital par rapport à leurs actifs pondérés par les risques. Des distorsions du même genre sont créées du fait que les créances sur les banques sont assorties d'une pondération de risque de 20 pour cent contre une pondération de 100 pour cent pour les créances sur le secteur privé. Cette situation encourage les prêts interbancaires transfrontières, que l'on qualifie de « talon d'Achille » du système financier international (Greenspan, 1998). Cela signifie aussi que les banques ont tout intérêt à prêter aux fonds spéculatifs non réglementés (de façon indirecte *via* les prêts interbancaires) plutôt qu'à la plus sûre des sociétés les plus sûres. Il convient de noter également que l'Accord de Bâle accorde un traitement de faveur aux banques implantées dans la zone de l'OCDE et aux États de cette zone, même s'ils constituent des risques souverains de qualité équivalente ou inférieure à ceux des marchés émergents extérieurs à la zone de l'OCDE. Enfin, l'obligation faite aux banques de disposer au minimum d'un capital équivalent à 8 pour cent de leurs actifs pondérés par les risques fonctionne de façon procyclique : au point haut du cycle, lorsque le prix des actifs augmente, les fonds propres requis peuvent être insuffisants puisque le risque de baisse de prix des actifs présentés en garantie est plus important ; dans le creux du cycle en revanche, l'Accord de Bâle peut fort bien aggraver la pénurie de crédit.

Tableau 10. L'Accord de Bâle sur les fonds propres : pondération des risques en fonction de certaines catégories d'actifs inscrites au bilan

Pondération de risque	Catégorie d'actifs
0 pour cent	<ul style="list-style-type: none"><li>• Créances sur les administrations centrales et les banques centrales, libellées dans leur monnaie nationale et financées dans cette monnaie</li><li>• Autres créances sur les administrations centrales et les banques centrales des pays de l'OCDE</li></ul>
20 pour cent	<ul style="list-style-type: none"><li>• Créances sur les banques multilatérales de développement</li><li>• Créances enregistrées dans les pays de l'OCDE.</li><li>• Créances sur les banques enregistrées hors de la zone de l'OCDE, dont l'échéance résiduelle est supérieure à un an</li></ul>
100 pour cent	<ul style="list-style-type: none"><li>• Créances sur les banques enregistrées hors de la zone de l'OCDE, assorties d'une échéance résiduelle maximale d'un an</li><li>• Créances sur le secteur privé</li><li>• Créances sur les pays extérieurs à la zone de l'OCDE, sauf si elles sont libellées en monnaie nationale</li></ul>

Source : FMI, *International Capital Markets*, septembre 1998.

La crise asiatique a également montré qu'il y a peu de chances pour que l'abandon récent du dispositif de surveillance des banques s'appuyant sur l'application de règles au profit de méthodes fondées sur l'évaluation des risques permette de discipliner le comportement instable des banques en matière de distribution du crédit. La concurrence croissante d'autres investisseurs institutionnels, la mondialisation des activités bancaires, les nouvelles technologies (telles qu'Internet) et la prolifération des instruments financiers tendent à réduire la profitabilité potentielle des banques, et les pousse à assumer de nouveaux risques de marché, de crédit et de liquidité (BRI, 1998). Comme le montre l'amendement récent à l'Accord de Bâle sur les fonds propres, les instances réglementaires ont cherché à prendre en ligne de compte la complexité croissante des marchés financiers en autorisant l'utilisation de modèles internes pour l'évaluation des risques de marché. Des études montrent que la dernière en date des techniques de gestion des risques — représentée par les modèles de Value at Risk (VAR), qui sont un prolongement de la théorie du portefeuille — a d'abord incité les banques à prêter de manière excessive, et favorisé ensuite la propagation mondiale de la crise. Les modèles VAR ont incité les banques à prêter à tout va aux marchés émergents parce qu'ils reposent sur des matrices de variance-covariance rétrospectives des rendements journaliers des actifs ; ils ne pouvaient donc indiquer l'ampleur réelle des pertes que certaines positions à

court ou long terme pouvaient entraîner (fait non surprenant, c'est ce modèle qu'utilisait le fonds spéculatif Long Term Capital Management, qui est au bord de la faillite). La contagion a été intensifiée du fait qu'un choc lié à la volatilité d'un paramètre donné dans un pays entraînait automatiquement une révision à la hausse du risque de crédit et de marché dans un pays corrélé. Cela déclenchait des appels de marge automatiques et un resserrement des lignes de crédit puisque la méthode VAR encourage les investisseurs à se caler sur une position nette déterminée en matière de détention d'actifs (par exemple, en limitant les risques nets à l'égard des marchés émergents en ayant des positions à la fois longues et courtes sur des monnaies, des obligations ou des actions fortement corrélées). L'application de méthodes internes de contrôle des risques peut aussi expliquer pourquoi la défaillance de la Russie et les contrôles imposés par la Malaisie ont eu un impact si profond sur d'autres marchés émergents (Folkerts-Landau et Garber, 1998).

Par ailleurs, les banques s'engagent de plus en plus dans des activités de marché pour leur compte propre, afin d'exploiter les opportunités à court terme des marchés émergents. Toutefois, elle prêtent de plus en plus à des fonds spéculatifs non réglementés, dont le manque de transparence masque les risques qu'encourent les banques en dernier ressort. L'ouverture et le dénouement des positions sous-jacentes, qui portent souvent sur des multiples élevés des capitaux investis afin d'accroître les gains, ont des effets extrêmement déstabilisants sur les marchés des actifs financiers peu profonds des pays en développement. Non seulement ces pratiques génèrent des alternances de forte expansion et d'effondrement de l'activité dans les pays vers lesquels s'orientent les flux, mais elles accroissent également les risques de contrepartie de sorte qu'il devient impossible de fermer rapidement les banques et les fonds spéculatifs sans accroître encore les risques économiques. Il faudrait donc que les normes de fonds propres du Comité de Bâle conduisent à alourdir le coût des activités de marché pour compte propre et des prêts accordés par les banques aux fonds spéculatifs. Il ne faut pas oublier cependant qu'avec le développement exponentiel des produits dérivés, il devient plus facile d'échapper aux réglementations prudentielles et aux dispositifs de surveillance, à moins qu'ils ne soient extrêmement stricts et élaborés (Garber, 1998). Étant donné que les règles qui visent à restreindre l'utilisation des produits dérivés sur le marché national ne réussissent qu'à déplacer ces opérations dans des places off-shore, il faut renforcer la coopération internationale entre les pays Membres de l'OCDE et les pays en développement pour ramener les marchés off-shore sous la houlette des autorités de supervision.

Les crises récentes des marchés émergents ont mis en lumière les aléas de moralité qui entourent les opérations de prêts des banques commerciales et des banques d'affaires aux pays en développement. L'analyse des faits montre que, lors des crises mexicaine et asiatique, les investissements sous forme de prises de participation, d'obligations à long terme et de placements dans les monnaies locales ont essuyé de lourdes pertes. En revanche, les banques ont été les principales bénéficiaires du sauvetage financier du Mexique et, jusqu'à ce jour, rares sont celles qui ont accusé des pertes importantes sur leurs engagements en Asie (FMI, 1998a). Il est possible que la structure des flux de capitaux en ait été faussée, les investisseurs délaissant les prises de participation au profit des obligations, le long terme au profit du court terme, et les placements en monnaie nationale au profit des placements en devises. Certes, les données disponibles ne permettent guère d'établir la preuve de ces interactions, mais les événements récents montrent que le problème des aléas de moralité du côté des investisseurs étrangers ne saurait être écarté d'un revers de main.

Le moratoire unilatéral décrété par la Russie, en partie parce que la communauté internationale refusait de lui fournir une aide supplémentaire, était un premier avertissement qui indiquait clairement que « les pays doivent restreindre les garanties qu'ils offrent et clarifier le contenu de ces garanties » (Groupe des vingt-deux, 1998, p. 3). Avec les méthodes modernes de limitation des risques, l'échec du dernier plan de sauvetage financier de la Russie a sans aucun doute eu pour résultat de propager la crise à d'autres marchés émergents (et la contagion ne s'arrête pas là). Les primes de risque ont augmenté pour tous ces marchés, et ce quelle que soit la solidité de leurs paramètres fondamentaux. L'augmentation des primes de risque tient peut-être également aux perceptions des investisseurs, qui craignent que les suggestions émises par les décideurs internationaux sur les moyens à prendre pour impliquer les créanciers dans le traitement de la dette (voir *supra* les propositions du G22) n'aient pour conséquence d'accroître le risque de défaillance des débiteurs.

Il existe toutefois des solutions pour atténuer le dilemme entre la suppression de l'aléa de moralité lié aux prêts étrangers et l'intensification de la contagion des crises. Le Groupe des 22 préconise de mettre en place un mécanisme permanent alimenté par des fonds privés pour fournir de nouveaux crédits en cas de crise ou de suspension de paiements. L'Argentine et le Mexique font figure de précurseurs puisqu'ils ont mis en place des lignes de crédit de soutien que les banques feront jouer en temps de crise. Reste à savoir comment ces arrangements fonctionneront dans la pratique quand le moment sera venu.

Les autres suggestions sont toutes fondées sur la fourniture d'une assurance ou de prêts conditionnels aux pays qui justifieraient un tel soutien en poursuivant des politiques « rationnelles » ou en satisfaisant à des normes bancaires définies. L'intérêt de ces solutions réside dans le fait qu'elles permettent de disposer de nouveau d'un véritable prêteur en dernier ressort en matière d'aide internationale étant donné que le club des bénéficiaires potentiels est restreint et que les probabilités qu'ils succombent à une crise financière sont réduites. Ce dispositif préétabli d'injection de liquidités pourrait rétablir rapidement la confiance des marchés en période de panique. Toutefois, ces propositions présentent un inconvénient sérieux car elles conduiraient à transformer le monde en une société de classes où certains peuvent compter sur une assistance et d'autres, pas. L'expérience faite avec les programmes d'apport de liquidités assortis de conditions, qui sont conçus pour réduire les aléas de moralité dans l'aide publique, montre amplement que la définition des conditions à remplir pour obtenir l'aide devient facilement politisée.

On s'est beaucoup préoccupé de la question de savoir comment remédier à la sous-évaluation des risques et donc aux prises de risques excessives par les banques. On a relativement peu réfléchi à la question de savoir comment empêcher les crises en favorisant l'augmentation des apports stables de capitaux aux pays en développement. Les institutions d'épargne contractuelle à long terme — c'est-à-dire les fonds de pension et les compagnies d'assurance — ont à leur bilan une structure fiable de dettes à long terme et elles disposent d'un important stock d'actifs. Leur capacité à absorber les risques est très importante, mais les réglementations les empêchent souvent d'investir dans les actifs des marchés émergents, qui n'ont pas toujours le label de qualité bancaire. En rétrogradant de manière réactive la notation souveraine des pays d'Asie, fort bien cotés jusque-là, au rang de pays de pacotille, les agences de notation ont aggravé la crise de la région de plusieurs manières, en particulier en contraignant les investisseurs institutionnels à se débarrasser de leurs actifs asiatiques pour ne maintenir en portefeuille que des titres de qualité bancaire. Elles ont aussi favorisé la propagation de la crise à toute la planète en précipitant les choses puisqu'elles ont justifié la révision en baisse de la qualité des actifs latino-américains, non sur la base des paramètres fondamentaux de ces pays, mais en faisant valoir les risques de contagion. Si la notation de la solvabilité d'un pays par les agences spécialisées procède d'une réaction à une situation de fait (plutôt que d'une approche préventive), c'est parce que les informations qu'elles doivent réunir pour évaluer le risque souverain et la nature même de ce risque sont telles qu'il leur est difficile de recueillir des données avant les autres acteurs ou des

informations plus solides sur les économies de marché émergentes (Reisen et von Maltzan, 1999). Les instances réglementaires devraient donc reconsidérer le rôle que jouent les notations souveraines qu'elles exigent pour les titres des marchés émergents inclus dans le portefeuille des investisseurs institutionnels. La suppression des règles relatives à la qualité des titres en portefeuille pourrait atténuer les cycles de forte expansion et de récession des marchés émergents en contraignant les banques et les investisseurs à se fonder sur leur jugement au lieu de réagir comme des moutons de Panurge aux signaux fournis par les notations.

### **La prévention des crises : ce que peuvent faire les pays d'accueil**

La forte expansion des dépenses privées, alimentée par des emprunts excessifs, débouche de plus en plus souvent sur des crises bancaires doublées de crises monétaires dans les pays en développement, et même dans les pays connus pour la solidité de leurs paramètres macro-économiques fondamentaux (FMI, 1998b). Les capitaux privés, attirés dans certains pays par l'ancrage des taux de change et l'ouverture financière (souvent « désordonnée »), ont contribué à maintes reprises à renforcer cette tendance à l'expansion des dépenses qui précède les crises. Les systèmes financiers domestiques se révèlent souvent trop faibles pour canaliser les afflux massifs de capitaux, entraînant une baisse de qualité du crédit et une fragilité financière (Reisen, 1998b).

Les attaques spéculatives sur les monnaies qui ont jalonné les années 90 conduisent à remettre en question les modèles de crise classiques, qui veulent que ce soit l'absence de discipline budgétaire et monétaire qui conduise un pays au bord du gouffre. Ce qui rend les pays vulnérables à ces attaques, ce sont les emprunts des banques et des institutions non bancaires privées, car ils entraînent des déséquilibres croissants entre les stocks d'encaisses réelles, la dette à court terme et les réserves de change (Calvo et Mendoza, 1996), ainsi que des asymétries dans les monnaies et les échéances. Dès lors que la dette étrangère à court terme dépasse les avoirs de change, les investisseurs, sachant qu'il n'y a pas suffisamment de réserves liquides pour restaurer la confiance, cherchent à se débarrasser à tout prix des actifs liquides du pays (Radelet et Sachs, 1998). Les dettes à court terme comportent des risques particuliers pour la stabilité financière puisqu'un retrait rapide de ces capitaux peut entraîner une défaillance de l'emprunteur public, une crise systémique du secteur bancaire et des paiements, et des défaillances en chaîne des entreprises (Eichengreen *et al.*, 1998).

Pour profiter des avantages que présentent les flux mondiaux de capitaux sans être victimes des risques inhérents à la mobilité de ces capitaux, les pays d'accueil disposent de deux instruments de politique économique, à condition bien entendu qu'ils s'astreignent à une certaine discipline macro-économique. Le premier concerne les mesures qui permettent de renforcer les bilans des banques et des institutions non bancaires pour que l'intermédiation et l'allocation des capitaux qui entrent dans le pays soient effectuées de manière efficace. Le second concerne les dispositions à prendre pour améliorer la qualité des capitaux qui entrent. En tout état de cause, aucune de ces mesures ne saurait remplacer la détermination résolue du pays à maintenir la stabilité et à remédier à l'instabilité si elle venait à se produire.

Certaines des mesures qui permettraient de renforcer les bilans d'un pays ne provoquent aucune controverse ; mais, contrairement à ce qu'on pourrait penser, elles sont difficiles à appliquer, en particulier dans le contexte politique, juridique et institutionnel traditionnel des pays en développement. Les recommandations des Groupes de travail du G22 sur « la transparence et la responsabilisation » et sur « le renforcement des systèmes financiers » comportent une longue liste d'ingrédients jugés critiques pour réduire la probabilité des déséquilibres financiers :

- Sans de bonnes normes comptables et des informations complètes, précises et communiquées en temps opportun, la réglementation prudentielle et la supervision sont inopérantes. En outre, ces normes et ces informations peuvent stabiliser les anticipations du marché en permettant d'améliorer l'évaluation des risques pendant les périodes d'expansion et en atténuant la panique pendant une phase de ralentissement, en particulier lorsqu'une crise est en train de se propager. La transparence est un facteur de responsabilisation — puisqu'elle contraint les décideurs privés et publics à expliquer leurs actes et à en assumer la responsabilité. Les pouvoirs publics peuvent contribuer à créer l'environnement approprié en faisant appliquer correctement les règles de comptabilité, d'audit et de reporting. Ils doivent s'attacher à éliminer les aléas de moralité dans l'allocation des capitaux à l'intérieur des pays, problème qui prend une acuité particulière pour les prêts à des personnes liées aux sociétés ou dans le cadre d'une politique sélective du crédit, en supprimant les garanties et en contraignant les banques et les prêteurs en général à assumer les pertes en capital qui résultent d'une mauvaise évaluation du risque de crédit.
- Seuls des systèmes comptables fiables et la publication obligatoire des données financières pour assurer la transparence permettront de renforcer les bilans des banques et des institutions non bancaires et de faire respecter

les réglementations prudentielles, dans la mesure où un dispositif de supervision sérieux et indépendant a été mis en place. On peut penser sans trop se tromper que les dispositions fondamentales à mettre en œuvre pour faire appliquer les réglementations prudentielles rencontreront l'opposition des groupes d'intérêt affectés. Quoi qu'il en soit, ces dispositions fondamentales sont les suivantes : confier à un comité indépendant d'examen des prêts le contrôle interne des décisions de prêts ; conférer à l'organe de supervision le pouvoir d'examiner les opérations et les bilans des banques, de fermer les banques et de déterminer les critères d'entrée sur le marché, de définir les normes de fonds propres et le niveau maximum des engagements, de faire appliquer les règles de classification des actifs, de provisionnement, et d'évaluation prudente des garanties présentées qui tiennent compte de la volatilité des marchés d'actifs financiers des pays en développement.

- Les crises asiatiques, en particulier en Indonésie et en Corée, montrent aussi l'importance des méthodes de gestion saines des entreprises (Millstein, 1998). Plus soucieuses d'accroître leurs parts de marché que de maximiser leurs profits, et réticentes à l'idée d'émettre des actions car cela réduit d'autant le contrôle qu'elles exercent sur leur gestion, les entreprises non bancaires ont préféré emprunter à court terme sur les marchés off-shore, et elles sont en grande partie responsables des problèmes de surendettement et d'asymétrie monétaire. Ces problèmes créent un risque systémique pour les économies tout entières car les défaillances en chaîne provoquées par la dévaluation de la monnaie compromettent la stabilité du système bancaire. La gestion des risques des entreprises et la maîtrise des risques, en particulier la gestion du risque de trésorerie et du risque de change, sont indispensables pour éviter l'instabilité financière liée à l'accès aux marchés mondiaux.

Il faudra du temps pour appliquer ces recommandations, qui font pourtant pratiquement l'unanimité et sont largement soutenues par les milieux officiels tant dans les pays industriels que dans les pays émergents, et il sera difficile de les maintenir. De fait, les pays asiatiques en crise ont tenté de renforcer leurs dispositifs de supervision et leur cadre réglementaire dans les années 80 et les années 90, en partie dans le but d'éviter les crises bancaires coûteuses des années 80 (telles que celles qu'ont connues l'Indonésie et la Malaisie). L'important, c'est de faire respecter les réglementations prudentielles.

Comme il n'est pas possible de mettre rapidement en place les structures institutionnelles nécessaires pour renforcer durablement les bilans, il faut élaborer des politiques appropriées. Lorsque les ressources humaines sont insuffisantes, on peut renforcer les moyens d'action en permettant aux banques et aux prestataires de services financiers étrangers d'entrer librement sur le marché. Lorsqu'un pays choisit d'importer des compétences plutôt que de former des spécialistes, il contribue à renforcer les pratiques comptables, les normes de divulgation des données et les méthodes de gestion des risques puisque les règles en vigueur dans les pays d'origine des banques étrangères sont plus strictes. Cela implique toutefois, de la part des pays d'accueil, une politique méthodique de sortie du marché pour les banques domestiques en difficulté étant donné que l'arrivée des banques étrangères réduit les marges bénéficiaires et incite les banques domestiques mal en point à se lancer dans des opérations risquées pour tenter de survivre. Il est également indispensable de laisser entrer librement les experts et les contrôleurs du secteur financier ; sinon les rares agents compétents dans ces domaines risquent d'être engagés par les banques qui s'implantent sur le marché comme cela s'est produit en Thaïlande (Montes, à paraître).

Pour réduire les risques liés à un endettement excessif à court terme, il y a une deuxième catégorie de mesures, sur lesquelles les autorités insistent moins. Ce sont les mesures qui permettent d'améliorer la qualité des flux de capitaux. Elles peuvent se répartir en trois catégories : a) les mesures concernant la gestion du taux de change ; b) les mesures prudentielles et les mesures de contrôle visant à limiter les entrées de capitaux à court terme dans le pays ; c) les mesures qui permettent de favoriser l'entrée des capitaux à long terme, grâce en particulier à la libéralisation méthodique et progressive du compte de capital.

Les taux de change flexibles peuvent décourager le recours excessif aux emprunts à court terme. En revanche la conjugaison de l'ancrage de la parité et des taux d'intérêt élevés, qui est typique des pays en développement pour des raisons structurelles, tend à accentuer l'expansion du crédit bancaire et des dépenses (Reisen, 1998a). L'ancrage des taux de change incite les investisseurs endettés à exploiter les différentiels d'intérêt, et les institutions bancaires et non bancaires solvables à emprunter à l'étranger pour tirer parti de sources de financements apparemment bon marché. A moins qu'elles ne soient entièrement stérilisées, les interventions de la Banque centrale sur le marché des changes pour maintenir le taux de change face aux entrées nettes de capitaux alimentent les activités d'intermédiation

### Encadré 1. Les études de la Banque centrale du Chili sur l'efficacité des mesures prises par le pays pour maîtriser les flux de capitaux

La réglementation prudentielle chilienne, et en particulier les restrictions imposées aux entrées de capitaux, sont au centre des débats concernant la meilleure façon de traiter le problème des entrées de capitaux volatils. Confrontées à l'afflux massif des capitaux pendant les années 90, les autorités chiliennes se sont fixé deux grands objectifs : premièrement, maintenir une politique monétaire restrictive en évitant une appréciation injustifiée du taux de change qui aurait compromis la compétitivité des exportations ; et deuxièmement, surveiller la composition des flux de capitaux à l'entrée en décourageant les capitaux à court terme de façon à limiter les dettes extérieures à court terme et les risques de change des banques et des institutions non bancaires. En 1991, la Banque centrale a institué un système de réserves obligatoires (*encaje*) non rémunérées pendant un an pour les prêts extérieurs. Par la suite, le taux de ces réserves a été porté à 30 pour cent, et le système a été étendu à pratiquement tous les capitaux étrangers entrant dans le pays sauf les investissements directs étrangers. L'obligation de constituer des réserves pendant un an revenait à appliquer sur les entrées de capitaux une taxe inversement proportionnelle à leur échéance. Un ensemble de règles prudentielles complétait ces restrictions sur les entrées de capitaux. Les banques ne peuvent accorder de prêts en devises aux résidents sauf s'il s'agit de crédits commerciaux. Et les positions ouvertes en devises ne peuvent excéder 20 pour cent du capital et des réserves des banques. Lorsque les apports de capitaux à court terme se sont taris en 1998, le coefficient des réserves obligatoires a été ramené à zéro pour cent, mais le dispositif n'a pas été supprimé.

Comme il est difficile de quantifier la rigueur des restrictions imposées à l'entrée des capitaux et les effets des réglementations prudentielles, des politiques macro-économiques et d'autres éléments qui influent sur les mouvements de capitaux, la question de l'efficacité des mesures prises par le Chili soulève d'intenses controverses. La Banque centrale du Chili a fourni au Centre de Développement de l'OCDE une série d'études internes non publiées sur l'impact des réserves obligatoires<sup>1</sup>. Ces études très solides montrent que les réserves obligatoires ont été efficaces en ce qu'elles ont permis au pays de jouir d'une certaine autonomie monétaire et d'influer sur la composition des flux de capitaux à l'entrée. Eyzaguirre et Schmidt-Hebbel (1997) ont construit un modèle pour analyser et estimer les effets dynamiques du système des réserves obligatoires sur les entrées de capitaux. Selon ce modèle, le durcissement du système entraîne une hausse des taux d'intérêt domestiques, une diminution de la dette extérieure nette et une dépréciation du taux de change. Ces prédictions sont confirmées lorsque l'on calibre le modèle avec des données mensuelles relatives à la période allant de janvier 1991 à juin 1996. Les auteurs montrent également que les réserves obligatoires modifient, avec un décalage d'un an, la composition des apports de capitaux en réduisant les capitaux à court terme au profit de capitaux à plus longue échéance. Ils n'ont toutefois pas cherché à déterminer dans quelle mesure cette restructuration des flux est liée à un changement d'étiquetage des capitaux destiné à éviter la taxe implicite sur les capitaux à court terme. De leur côté, Le Fort et Sanhueza (1997) montrent que, pendant la période 1990-96, les contrôles de capitaux imposés par le Chili ont permis de maintenir les taux d'intérêt intérieurs à un niveau supérieur aux taux d'intérêt internationaux et que leur efficacité dans ce domaine ne s'est pas érodée au fil du temps. En outre, à chaque fois que la couverture des réserves obligatoires a été élargie, les apports de capitaux nouvellement taxés ont diminué sans qu'il y ait une substitution totale par des capitaux non inclus dans le dispositif. Toutefois, si l'étude est fondée sur des données d'observation, elle ne contient aucune analyse économétrique du degré d'efficacité des contrôles. Soto (1997) applique une analyse d'autorégression vectorielle aux mouvements de capitaux, aux taux d'intérêt et au taux de change réel pour la période allant de juin 1991 à juin 1996. Il constate que les contrôles de capitaux ont l'effet désiré puisqu'ils permettent de réduire les entrées de capitaux, de maintenir les taux d'intérêt à un niveau plus élevé et le taux de change à un niveau plus faible, et de réduire la part relative des apports de capitaux à court terme. Toutefois, la magnitude de ces effets est relativement modeste. L'incidence mineure des réserves obligatoires sur la variable dépendante tient peut-être au fait que la taxe implicite que représentent les restrictions à l'entrée des capitaux est plus faible que la plupart des études ne le présument. Considérer la valeur de l'option qui consiste à clore la position d'investissement ou à maintenir les capitaux au Chili une fois que l'investissement est effectué conduit à ramener la taxe implicite qui frappe un investissement sur un an de 2.50 à 1.25 pour cent (Herrera et Valdés, 1997).

1. L'auteur tient à exprimer tous ses remerciements à Klaus Schmidt-Hebbel, Chef du service des études de la Banque centrale du Chili, pour sa coopération.

du système bancaire domestique. L'ancrage du taux de change incite ces opérateurs à allouer ces fonds sans se préoccuper des risques de change et d'échéance puisqu'ils sont implicitement transférés à la Banque centrale (Calvo et Mendoza, 1996). Une politique de taux de change nominaux flexibles, assortie au besoin d'interventions de la Banque centrale pour introduire des « perturbations » lorsque la parité de la monnaie paraît suivre une tendance trop régulière à l'augmentation pendant les périodes d'afflux de capitaux, permet d'améliorer la composition des flux au profit des capitaux à long terme et encourage les banques et les entreprises à se couvrir contre les risques de change.

La plupart des fonds communs de placement, des fonds de pension et des compagnies d'assurance-vie imposent des pénalités en cas de retrait anticipé des placements. C'est ce qu'a fait le Chili en étendant progressivement le système des réserves obligatoires non rémunérées pendant un an à tous les apports de capitaux sauf aux investissements directs étrangers, suivi en cela d'ailleurs par la Colombie (French-Davis et Reisen, 1998). Ces restrictions à l'entrée des capitaux fournissent aux décideurs un instrument de politique qui leur permet de gérer la quadrature du cercle représentée par les éléments mutuellement incompatibles que sont le libre mouvement des capitaux, une politique monétaire indépendante et l'ancrage du taux de change. Elles contribuent aussi à élargir la gamme des réglementations prudentielles permettant de limiter l'ouverture et le dénouement de positions à court terme en devises, qui ont dévasté les systèmes bancaires et les économies des marchés émergents dans le passé, et en particulier le Chili en 1982.

Selon certains observateurs, le système chilien de réserves obligatoires engendre en fait une distorsion qui empêche d'orienter les capitaux vers les projets qui offrent le taux de rentabilité le plus élevé. Toutefois, dans la mesure où ces flux de capitaux introduisent une distorsion exogène dans les rendements (par exemple, lorsque les transactions à très grand effet de levier poussent le prix des actifs à la hausse ou les entraînent à la baisse), ou dans la mesure où la structure de l'offre de capitaux étrangers est faussée (sous l'effet, par exemple, de l'application des normes de fonds propres du Comité de Bâle), on peut considérer que les restrictions imposées sur les apports de capitaux à court terme corrigent une distorsion plutôt qu'elles n'en créent. Enfin, lorsque le ratio dettes à court terme/réserves s'approche dangereusement de l'unité, pour éviter une attaque spéculative, il faut que la Banque centrale place tout nouveau dollar de dette dans les réserves officielles afin d'éviter que le ratio de vulnérabilité n'augmente. Pour les pays en développement, cela signifie qu'il faut emprunter à un taux d'intérêt plus élevé que celui auquel les fonds sont réinvestis, disons, dans

des bons du Trésor des États-Unis. Ce genre de conversion constitue clairement une externalité négative pour le pays, d'où la justification des restrictions imposées pour limiter à la source les emprunts à court terme.

Les mesures tendant à contenir les apports de capitaux à court terme permettent-elles vraiment d'améliorer la structure des flux de capitaux à l'entrée ? Après tout, l'intégration importante des échanges, de la production et des services financiers offre de nombreux moyens de contourner les contrôles. Si la plupart des pays Membres de l'OCDE ont levé les contrôles sur les mouvements de capitaux dans les années 80, c'est parce qu'ils estimaient que ces contrôles étaient de moins en moins efficaces. Les restrictions sur les entrées de capitaux, mais aussi les réglementations prudentielles relatives aux positions ouvertes en devises sont difficiles à faire respecter car les banques passent par des filiales off-shore ou utilisent les produits dérivés pour les contourner (Garber, 1998). Les études solidement documentées de la Banque centrale du Chili montrent que les mesures prises par ce pays pour gérer les mouvements de capitaux lui ont donné une certaine liberté de mouvement dans la conduite de la politique monétaire et lui ont permis d'influer sur l'ampleur et la composition des flux capitaux à l'entrée (voir encadré 1). Mais l'impact de ces mesures est faible et les dispositions réglementaires s'appuyaient sur une culture de transparence et de respect des lois ainsi que sur un ensemble de politiques macro-économiques (équilibre budgétaire, larges zones-cibles pour les taux de change) de nature à favoriser les entrées de capitaux à long terme (French-Davis et Reisen, 1998). Ces conditions ne sont pas toujours présentes dans les autres économies émergentes.

Tableau 11. **Structure des échéances de la dette extérieure dans certains pays**  
(part de la dette à court terme dans la dette extérieure, fin juin 1997)

Pays	Dette à court terme
Colombie	39.4
Chili	43.3
Malaisie	56.4
Philippines	58.8
Indonésie	59.0
Thaïlande	65.7
Corée	67.9

Source : Banque des règlements internationaux, *Ventilation par échéance, secteur et nationalité des prêts bancaires internationaux*, Bâle, mai 1998.

Si les contrôles institués par le Chili avaient pour objet de taxer les capitaux à court terme sans entraver les entrées de capitaux à long terme et les investissements directs, l'ouverture financière des économies d'Asie les plus frappées par la crise s'est effectuée de façon « désordonnée » (Poret, 1998 ; Reisen, 1998b). Le processus d'ouverture, enclenché dans bien des cas par le biais des autorisations discrétionnaires accordées à des secteurs privilégiés, encourageait implicitement les entrées de capitaux à court terme dans les années qui ont précédé la crise. Des restrictions quantitatives rigoureuses étaient certes imposées sur les achats de titres effectués par les non résidents sur le marché boursier, ainsi que sur les investissements directs étrangers (particulièrement en Corée), mais l'ouverture financière a élargi l'accès aux emprunts étrangers à court terme. Le tableau 11 peut donner des indications sur les leçons à tirer. Une libéralisation « ordonnée » permet de contenir la progression de la dette à court terme (comme en Colombie et au Chili) ; mais lorsque la libéralisation ne s'effectue pas en bon ordre (comme ce fut le cas dans les pays asiatiques en crise), elle accroît la vulnérabilité financière, en particulier lorsqu'il n'existe pas de système de supervision rigoureux.

Ces observations montrent une fois de plus combien il est nécessaire de libéraliser les entrées de capitaux de façon méthodique en veillant parallèlement à renforcer les institutions, comme on l'a d'ailleurs préconisé dès le début des années 90 (Fischer et Reisen, 1992). Les investissements directs étrangers et les financements liés aux échanges sont indispensables pour promouvoir le développement, même dans les tout premiers stades et, en règle générale, ils ne risquent guère de soulever des difficultés en matière de gestion macro-économique ou de compromettre la stabilité du secteur financier. Ce sont donc les premiers candidats à la libéralisation, mais les autres flux de capitaux posent aux autorités des problèmes plus complexes. Compte tenu de la longue période de gestation qu'il faut pour établir un système financier domestique de qualité — comptabilité, audit, divulgation des données financières, réglementation et supervision —, un pays doit se préoccuper de mettre l'infrastructure nécessaire en place aussi rapidement que possible et la renforcer en facilitant l'entrée sur le marché des spécialistes des marchés financiers. Pour cela, il est indispensable de trouver une solution claire et durable au problème des créances irrécouvrables du secteur bancaire. Les candidats suivants à la libéralisation sont les investissements sous forme de prises de participation et d'obligations à long terme ; mais, parallèlement aux mesures prises pour promouvoir ces investissements, il faut mettre en place la logistique nécessaire pour que les marchés domestiques des actions, des obligations privées et des transactions hypothécaires puissent fonctionner de manière satisfaisante. Cela contribuera à approfondir les marchés monétaires

domestiques, qui permettent aux autorités de lisser les chocs qui affectent les liquidités intérieures. L'approfondissement des marchés financiers domestiques prépare la voie à la levée des contrôles sur les emprunts à court terme des banques et des institutions non bancaires, à condition toutefois qu'un dispositif de supervision rigoureux existe. En combinant un processus d'ouverture par étapes et la mise en place des institutions indispensables, un pays se donne les meilleurs atouts pour atteindre l'objectif ultime de l'ouverture financière, qui est d'améliorer l'efficacité et la croissance sans compromettre la stabilité.

## Notes

1. Les entrées de capitaux peuvent être « paupérisantes » (Brecher et Diaz-Alejandro, 1997) si, en favorisant l'accumulation de capital dans les secteurs protégés et en attirant les capitaux étrangers dans ces secteurs, elles amplifient les pertes de bien-être dues à des distorsions dans la structure de la consommation et de la production.
2. L'impact des fonds spéculatifs sur la crise asiatique est difficile à déterminer avec quelque précision que ce soit. Eichengreen et Mathieson (1998) concluent qu'il n'est guère permis d'établir que ces fonds aient précipité la crise. Cependant, la BRI (1998) fait état d'une demande importante de crédit en provenance des centres financiers off-shore (où la plupart de ces fonds sont enregistrés). Les opérateurs du marché (Garber, 1998 ; Howell, 1998) maintiennent que l'absence de données sur les transactions des fonds spéculatifs, tels que les contrats de gré à gré (OTC) écrits par les banques d'affaires, conduit manifestement à sous-estimer leur impact sur la crise.
3. Une nouvelle présentation des causes domestiques de la crise asiatique déborde le cadre de ce Cahier, d'autant que les études sur la question ne manquent pas. Voir en particulier FMI (1998a), Davies (1998), Corsetti *et al.* (1998), Radelet et Sachs (1998) et Reisen (1998b).
4. Dans son rapport annuel de 1998, la BRI (1998) suggère que l'on envisage la possibilité de retirer les droits d'établissement aux banques dont les pays d'origine n'ont pas de normes prudentielles appropriées.

## Bibliographie

- ARMSTRONG, A. ET M. SPENCER (1998), "Will the Asian Phoenix Rise Again?", *Global Emerging Markets*, Vol. 1.3, Deutsche Bank Research, Londres.
- BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX (BRI) (1998), *68ème rapport annuel 1997/98*.
- BHAGWATI, J. (1998), "The Capital Myth", *Foreign Affairs*, Vol. 77.3.
- BIT (1998), *The Social Impact of the Asian Financial Crisis*, BIT, Genève.
- BORENSZTEIN, E., J. DE GREGORIO ET J.-W. LEE (1995), "How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth?", NBER Working Paper No. 5057.
- BRECHER, R.A. ET C.F. DIAZ-ALEJANDRO (1977), "Tariffs, Foreign Capital and Immiserizing Growth", *Journal of International Economics*, Vol. 7.4.
- CALVO, G. ET E. MENDOZA (1996), "Petty Crime and Cruel Punishment: Lessons from the Mexican Debacle", *American Economic Review*, Papers and Proceedings.
- CLINE, W. (1995), *International Debt Reexamined*, Institute for International Economics, Washington, D.C.
- CORSETTI, G., P. PESENTI ET N. ROUBINI (1998), "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?", polycopié (LIENHYPERTEXTE <http://www.stern.nyu.edu/~nrubini/asia/AsiaHomepage> <http://www.stern.nyu.edu/~nrubini/asia/AsiaHomepage.html>).
- D'ANDREA TYSON, L. (1998), "The Global Meltdown: What To Do Next", *Business Week*, 26 octobre.
- DAVIES, G. (1998), *Causes, Cures and Consequences of the Asian Economic Crisis*, Goldman Sachs, Londres.
- DOOLEY, M. (1994), "A Retrospective on the Debt Crisis", NBER Working Paper No. 4963.
- DOOLEY, M. (1995), "A Survey of Academic Literature on Controls over International Capital Transactions", NBER Working Paper No. 5352.
- EICHENGREEN, B. ET D. MATHIESON (1998), "Hedge Funds and Financial Market Dynamics", IMF Occasional Paper No. 166.
- EICHENGREEN, B., M. MUSSA *et al.* (1998), "Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects", IMF Occasional Paper No. 172.

- EYZAGUIRRE, N. ET K. SCHMIDT-HEBBEL (1997), "Encaje a la entrada de capitales y ajuste macroeconomico", Banco Central de Chile, photocopié.
- FISCHER, B. ET H. REISEN (1992), « Vers la liberté des mouvements de capitaux », *Cahier de politique économique No. 4*, Centre de Développement de l'OCDE.
- FMI (1998a), *International Capital Markets: Development, Prospects and Key Policy Issues*, Washington, D.C.
- FMI (1998b), *Perspectives économiques mondiales*, Washington, D.C.
- FOLKERTS-LANDAU, D. ET P. GARBER (1998), "Capital Flows From Emerging Markets in a Closing Environment", *Global Emerging Markets*, Vol. 1.3, Deutsche Bank Research, Londres.
- FRANKEL, J. (1994), "Sterilization of Money Inflows: Difficult (Calvo) or Easy (Reisen)?", *IMF Working Paper WP/94/159*.
- FRENCH-DAVIS R. AND H. REISEN (1998), *Mouvements des capitaux et performances des investissements : Les leçons de l'Amérique latine*, CEPALC, Santiago et Centre de Développement de l'OCDE, Paris.
- GARBER, P. (1998), "Derivatives in International Capital Flows", *NBER Working Papers* No. 6623.
- GREENSPAN, A. (1998), Remarque de M. Alan Greenspan, Président du Conseil des Gouverneurs du Système fédéral de Réserve, lors de la 34ème Conférence annuelle sur la structure bancaire et la concurrence de la Banque fédérale de réserve de Chicago, 7 mai.
- GRILLI, V. ET G. MILESI-FERRETTI (1995), "Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls", *IMF Staff Papers*, Vol. 42.3.
- GROUPE DES DIX (1996), "The Resolution of Sovereign Liquidity Crises: A Report to the Ministers and Governors", Bâle.
- GROUPE DES VINGT-DEUX (1998), "Summary of Reports on the International Financial Architecture", Washington, D.C.
- HERRERA, L. ET R. VALDÉS (1997), "Encaje y autonomia monetaria en Chile", Banco Central de Chile, photocopié.
- HOWELL, M. (1998), *Asia's 'Victorian' Financial Crisis*, Cross Border Capital, Londres.
- IZE, A. ET G. ORTIZ (1987), "Fiscal Rigidities, Public Debt and Capital Flight", *IMF Staff Papers*, Vol. 34.2.
- KENEN, P. (1993), "Financial Opening and the Exchange Rate Regime", in H. REISEN ET B. FISCHER (dir. pub.), *Financial Opening: Policy Issues and Experiences in Developing Countries*, OCDE, Paris.
- KINDLEBERGER, C. (1978), *Manias, Panics and Crashes*, Basic Books, New York.
- KRUGMAN, P. (1998), "Saving Asia: It's Time to Get Radical", *Fortune*, 7 septembre.

- LE FORT, G. ET G. SANHUEZA (1998), "Flujo de capitales y encaja en la experiencia chilena de los 90", Banco Central de Chile, polycopié.
- MAC KELLAR, L. ET H. REISEN (1998), "A Simulation Model of Global Pension Fund Investment", *Technical Paper No. 137*, Centre de Développement de l'OCDE ; à paraître, *Journal of Economic Policy Modelling*.
- MILLSTEIN, I. (1998), "Le gouvernement d'entreprise : améliorer la compétitivité des entreprises et faciliter leur accès aux marchés financiers mondiaux", Colloque de l'OCDE et du secteur privé sur le gouvernement d'entreprise, Paris.
- MONTES, M. (à paraître), "The Asian Economic Crisis: What is to Be Done?", *Technical Paper* du Centre de Développement de l'OCDE.
- OCDE (1997), *Le monde en 2020 : vers une nouvelle ère mondiale*, Paris.
- OCDE (1998), *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 63, Paris.
- PORET, P. (1998), « Les flux de capitaux : leçons d'Asie », *L'Observateur de l'OCDE*, n° 214.
- POSEN, A. (1998), *Restoring Japan's Economic Growth*, Institute for International Economics, Washington, D.C.
- RADELET, S. ET J. SACHS (1998), "The Onset of the East Asian Financial Crisis", polycopié (<http://www.hiid.harvard.edu/>).
- REGLING, K. (à paraître), « La libéralisation financière en Asie: analyses et perspectives », in M. QUEISSER (dir. pub.), *La libéralisation financière en Asie: analyses et perspectives*, BAD/OCDE.
- REISEN, H. (1989), "Public Debt, External Competitiveness, and Fiscal Discipline in Developing Countries", *Princeton Studies in International Finance* No. 66.
- REISEN, H. (1994), "The Brady Plan and Adjustment Incentives", in H. REISEN, *Debt, Deficits and Exchange Rates: Essays on Financial Interdependence and Development*, Edward Elgar Publishing Ltd., Aldershot (UK).
- REISEN, H. (1996), "Managing Volatile Capital Inflows: The Experience of the 1990s", *Asian Development Review*, Vol. 14.1.
- REISEN, H. (1998a), "Excessive and Sustainable Current Account Deficits", *Technical Paper No. 132*, Centre de Développement de l'OCDE, publié dans *Empirica*, Vol. 25.2.
- REISEN, H. (1998b), "Domestic Causes of Currency Crises: Policy Lessons for Crisis Avoidance", *Technical Paper No. 136*, Centre de Développement de l'OCDE.
- REISEN, H. ET A. VAN TROTSENBURG (1988), *La dette des pays en développement : le problème budgétaire et la question du transfert*, Études du Centre de Développement de l'OCDE, Paris.
- REISEN, H. ET J. VON MALTZAN (1999), "Boom and Bust and Sovereign Ratings", à paraître *International Finance*, Vol. 1.3.

RIVLIN, A. (1998), "Lessons Drawn from the Asian Financial Crisis", réédité dans *BIS Review* No. 41, 13 mai.

RODRIK, D. (1998), "Who Needs Capital Account Convertibility?", in P. KENEN (dir. pub.), *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?*, Princeton Essays in International Finance, No. 207.

SOTO, C. (1997), "Controles a los movimientos de capital: evaluación empirica del caso chileno", Banco Central de Chile, polycopié.

SUMMERS, L. (1998), "Building an International Financial Architecture for the 21st Century", Remarks to the Cato Institute, 22 octobre.

WORLD BANK (1998), *East Asia's Road to Recovery*, Washington, D.C.

WYPLOSZ, C. (1998), "International Financial Instability", Graduate Institute for International Studies, Genève, polycopié.

## **Autres titres dans la série**

*Ajustement et équité (N° 1)*

par Christian Morrisson, janvier 1992

*La Gestion de l'environnement dans les pays en développement (N° 2)*

par David Turnham, avec Leif E. Christoffersen et J. Tomas Hexner, avril 1992

*La Privatisation dans les pays en développement : réflexions sur une panacée (N° 3)*

par Olivier Bouin, avril 1992

*Vers la liberté des mouvements de capitaux (N° 4)*

par Bernhard Fischer et Helmut Reisen, avril 1992

*La Libéralisation des échanges : quel enjeu ? (N° 5)*

par Ian Goldin et Dominique van der Mensbrugge, juin 1992

*Vers un développement durable en Afrique rurale (N° 6)*

par David O'Connor et David Turnham, janvier 1993

*Création d'emploi et stratégie de développement (N° 7)*

par David Turnham, juillet 1993

*Les Dividendes du désarmement : défis pour la politique de développement (N° 8)*

par Jean-Claude Berthélemy, Robert S. McNamara et Somnath Sen, avril 1994

*Réorienter les fonds de retraite vers les marchés émergents (N° 9)*

par Bernhard Fischer et Helmut Reisen, janvier 1995

*Quel cadre institutionnel pour le secteur informel ? (N° 10)*

par Christian Morrisson, octobre 1995

*Les Défis politiques de la globalisation et de la régionalisation (N° 11)*

par Charles Oman, juin 1996

*Quelles politiques pour un décollage économique ? (N° 12)*

par Jean-Claude Berthélemy et Aristomène Varoudakis, septembre 1996

*La faisabilité politique de l'ajustement (N° 13)*

par Christian Morrisson, octobre 1996

*Politiques de biotechnologie pour l'agriculture des pays en développement (N° 14)*

par Carliene Brenner, avril 1997

*La réforme des fonds de pension : leçons d'Amérique latine (N° 15)*

par Monika Queisser, janvier 1999