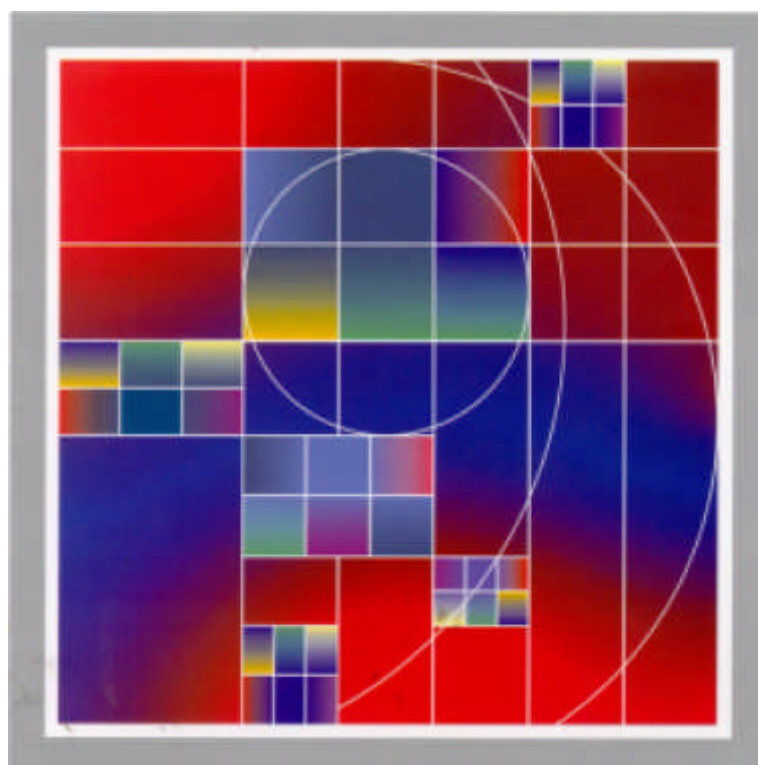


CONFÉRENCE DES NATIONS UNIES SUR LE COMMERCE  
ET LE DÉVELOPPEMENT  
GENÈVE

**RAPPORT SUR LE COMMERCE  
ET LE DÉVELOPPEMENT, 1998**

**APERÇU GÉNÉRAL**



NATIONS UNIES  
New York et Genève, 1998

## NOTE

---

• Les cotes des documents de l'Organisation des Nations Unies se composent de lettres majuscules et de chiffres. La simple mention d'une cote dans un texte signifie qu'il s'agit d'un document de l'Organisation.

---

• Les appellations employées dans la présente publication et la présentation des données qui y figurent n'impliquent de la part du Secrétariat de l'Organisation des Nations Unies aucune prise de position quant au statut juridique des pays, territoires, villes ou zones, ou de leurs autorités, ni quant au tracé de leurs frontières ou limites.

---

• Le texte de la présente publication peut être cité ou reproduit sans autorisation, sous réserve qu'il soit fait mention de ladite publication et de sa cote et qu'un justificatif soit adressé au secrétariat de la CNUCED.

---

• L'aperçu général est publié en tant que partie du Rapport sur le commerce et le développement, 1998 (UNCTAD/TDR/(1998), numéro de vente : F.98.II.D.10).

### UNCTAD/TDR/(1998)/Overview

#### **AVIS AUX INTERNAUTES**

#### **Le Rapport sur le commerce et le développement, 1998**

(UNCTAD/TDR/(1998), numéro de vente : F.98.II.D.10)

peut être commandé aux points de vente suivants:

---

**Pour l'Europe, Afrique et le  
Moyen-Orient**

Publication des Nations Unies  
Section de Vente  
Bureau C 115  
Palais des Nations,  
1211 Genève 10  
Suisse  
Tél. (+4122) 917 26 13 or 26 14  
Fax: (+4122) 917 00 27  
[unpubli@unog.ch](mailto:unpubli@unog.ch)

**Pour l'Amérique du Nord, l'Amérique  
Latine et l'Asie et le Pacifique**

United Nations Publications,  
Sales and Marketing Section  
Room DC2-853, Dept. PRES  
New York, N.Y. 10017  
Etats-Unis d'Amérique  
Tel.: (+1) 212-963-8302,  
800-253-9646  
Fax: (+1) 212-963-3489  
[publications@un.org](mailto:publications@un.org)

---

## APERÇU GÉNÉRAL

*"La prépondérance de l'activité financière sur l'activité économique et la mondialisation du secteur financier deviennent des sources fondamentales d'instabilité et d'imprévisibilité dans l'économie mondiale. Les marchés financiers ont manifesté depuis quelque temps une aptitude autonome à déstabiliser les pays en développement; les signes de la vulnérabilité de tous les pays à la crise financière sont aujourd'hui de plus en plus nombreux. Les faits montrent que les coûts de la libéralisation et de la déréglementation financières peuvent être très élevés. [...] Dans l'ensemble, il paraît nécessaire de renforcer l'orientation et l'encadrement collectifs de l'activité financière internationale."*

*"Les désorganisations et le désordre de ces [...] marchés ont été jusqu'à présent maîtrisés dans la mesure où ils n'ont pas débouché sur des crises de nature à causer des dommages graves et généralisés à l'économie réelle. Il n'empêche que la gestion des crises a été coûteuse. [...] Plus important, tant que le système monétaire et financier international restera structurellement vulnérable, les risques d'une crise extrêmement coûteuse subsisteront."*

*Ces cris d'alarme, lancés en 1990 dans le Rapport sur le commerce et le développement, n'ont malheureusement pas été entendus. Depuis lors, l'économie mondiale a été ébranlée par de nouveaux accès d'instabilité financière, survenant à peu près tous les deux ans. Il y a eu d'abord la déflation par la dette aux États-Unis, puis la déroute du système monétaire européen en 1992-1993, suivie par la crise mexicaine de 1994-1995 et, maintenant, par la crise qui s'est déclarée l'an dernier en Asie de l'Est. Chaque fois, la doctrine dominante a défendu l'infailibilité des marchés et la débâcle a été imputée à des politiques internes malencontreuses. Il n'est cependant plus possible de s'aveugler sur le caractère systémique de l'instabilité financière.*

*Avec l'élargissement des marchés financiers et le renforcement de l'intégration, les crises sont chaque fois plus graves et portent à l'économie réelle des coups toujours plus rudes. Depuis le début de l'année, la crise en Asie de l'Est a coûté l'équivalent d'environ un pour cent de la production mondiale, soit 260 milliards de dollars, ce qui correspond au revenu annuel de l'Afrique subsaharienne. L'avenir est extrêmement incertain, mais l'heure n'est pas à l'optimisme. De nouvelles erreurs risqueraient fort d'enfoncer l'économie mondiale dans une profonde récession.*

---

## L'INSTABILITÉ FINANCIÈRE INTERNATIONALE ET L'ÉCONOMIE MONDIALE

---

Depuis un certain temps déjà, le secrétariat de la CNUCED soutient que l'économie mondiale doit croître de 3 % par an au minimum si l'on veut faire reculer le chômage dans les pays industrialisés et la pauvreté dans les pays en développement. Pour arriver à surmonter leurs handicaps sociaux et techniques et pour que leurs revenus puissent rattraper ceux du cercle restreint des pays industriels riches, la plupart des pays du Sud doivent avoir une croissance représentant au moins le double de ce taux. Depuis le début des années 90, l'objectif des 3 % n'a été atteint qu'en 1996-1997, grâce à la reprise en Amérique latine et en Afrique et à une croissance encore vigoureuse en Asie de l'Est et aux États-Unis.

Dans le *Rapport sur le commerce et le développement* de l'an dernier, nous affirmions que l'instabilité financière internationale était le principal obstacle à une croissance rapide et soutenue. Les marchés modernes de capitaux sont organisés moins pour créer des richesses et des emplois que pour tirer une rente de l'achat et de la vente d'actifs de seconde main, et la "discipline" qu'ils exercent sur les dirigeants renforce les avantages dont jouissent les nantis. Nous mettions de nouveau en garde les pays en développement contre une libéralisation financière "à tous crins", en faisant valoir que les cas d'industrialisation et de développement réussis se caractérisaient par une intégration judicieuse et progressive dans l'économie mondiale.

Les brusques revers de fortune que viennent de subir les pays d'Asie de l'Est ne remettent pas en cause cette conclusion. Contrairement à ce que prétendent les apôtres de l'orthodoxie financière, les problèmes de ces pays ne découlent pas d'une résistance à la mondialisation et à la discipline imposée par les forces du marché planétaire. La crise tient plutôt à ce que, pour l'intégration aux marchés mondiaux de capitaux, les gouvernements n'ont pas agi avec la même circonspection ni avec la même habileté que pour la libéralisation du commerce. Faisant fi de toute prudence, nos mêmes zéloteurs ont prêché une libéralisation financière encore plus poussée.

La communauté internationale a été prise au dépourvu par les bouleversements soudains qu'a provoqués l'instabilité financière dans certains des pays en développement les plus dynamiques d'Asie de l'Est. Quand, en septembre 1997, les institutions de Bretton Woods avaient tenu leur réunion annuelle à Hong Kong, tout le monde pensait que les perturbations observées alors étaient un simple épisode et ne freineraient que temporairement la croissance dans la région. Le FMI pensait à l'époque qu'en 1998 la croissance s'accélérait en Thaïlande et resterait soutenue dans les autres pays. Et même dans son évaluation provisoire de décembre 1997, il prévoyait encore que la République de Corée et les pays de l'ANASE, à l'exception de la Thaïlande, auraient un taux de croissance positif en 1998. Depuis lors, les estimations ont été constamment revues à la baisse, tant pour la région que pour l'ensemble du monde, les mesures prises pour faire face à la crise ne tenant pas leurs promesses.

Des pays qui ont enregistré un taux de croissance de 8 à 10 % pendant de longues années, qui ont maintenu le plein emploi et qui ont fait largement reculer la pauvreté connaissent aujourd'hui un grave repli économique. On prévoit qu'en 1998 la production fléchira d'au moins 12 % en Indonésie et de 6 à 8 % dans la République de Corée et en Thaïlande. Hormis la Chine et la Province chinoise de Taiwan, aucun pays de la région ne devrait avoir une croissance satisfaisante cette année. Et la reprise n'est pas pour demain.

De toute évidence, même s'il n'y a pas de solutions simples, la communauté internationale n'a pas encore appris à remédier à ces crises et encore moins à les prévenir. Parce qu'elle n'a pas mesuré pleinement la gravité de la situation et qu'elle a trop misé sur des remèdes classiques, elle a en fait exacerbé la crise. Alors que les banques fermaient l'une après l'autre leurs portes en Asie de l'Est, la hausse des taux d'intérêt n'a pas contribué à rétablir la confiance dans la région. Non seulement elle n'a pas arrêté la dégringolade des taux de change, mais encore elle a aggravé les malheurs des débiteurs en les forçant à restreindre leur activité et à liquider des actifs, et l'économie a sombré dans une profonde récession. Les déclarations officielles sur les prétendues carences structurelles des pays en difficulté n'étaient pas non plus faites pour restaurer la confiance. Le financement extérieur a été utilisé non pas pour soutenir la monnaie nationale et limiter les pertes subies par les débiteurs qui ne s'étaient pas assurés contre les risques de change, mais pour maintenir la convertibilité et la libre circulation des capitaux. La contraction du crédit a été si forte que, malgré des taux de change favorables, les exportations ont plafonné ou diminué et les prêts commerciaux se sont asséchés.

L'idée d'instaurer un moratoire et de réunir prêteurs et emprunteurs pour rééchelonner la dette avant d'engager des fonds extérieurs n'a pas eu de succès, apparemment parce que l'on craignait que la crise ne s'étende. Mais l'attitude adoptée n'a pas empêché la contagion. Au contraire, elle a précipité la transformation de ce qui était initialement une crise de liquidité en une crise de solvabilité, et l'on se retrouve avec une lourde dette dont une partie semble aujourd'hui impossible à rembourser.

Trois leçons peuvent être tirées de cette triste expérience. Premièrement, le pire moment pour essayer de "réformer" un système financier c'est quand il est en pleine crise. Deuxièmement, lorsque difficultés financières et problèmes monétaires vont de pair, une hausse prolongée des taux d'intérêt risque d'aggraver les choses en acculant de nombreuses banques et entreprises à la faillite. Troisièmement, il ne faut pas laisser sombrer les monnaies tout en utilisant des fonds pour des opérations de renflouement au profit des créanciers internationaux.

Les événements de l'année écoulée confirment le bien-fondé de l'avertissement lancé dans le *Rapport* de l'an dernier, qui mettait en garde contre les contradictions de la mondialisation et les risques de contrecoup. Quand une faillite colossale du marché mondial et le renflouement des créanciers se font au détriment du niveau de vie de la population, ainsi que de la stabilité et du développement des pays débiteurs, qui peut prétendre que la justice règne ?

En Asie de l'Est, les revenus qui n'avaient cessé d'augmenter ces dernières décennies se sont mis soudain à fléchir, et le chômage, le sous-emploi et la pauvreté atteignent aujourd'hui des niveaux alarmants. Beaucoup d'emplois ont été supprimés dans des secteurs qui avaient aidé à réduire la pauvreté en accueillant une main-d'oeuvre peu spécialisée venant des campagnes. La hausse des prix des produits alimentaires et la compression des dépenses sociales ont contribué à la détérioration des conditions de vie et à l'aggravation de la pauvreté. On estime qu'en Indonésie les personnes vivant en deçà du seuil de pauvreté seront au bas mot deux fois plus nombreuses en 1998 qu'en 1996. En Thaïlande, le nombre de pauvres devrait augmenter d'au moins un tiers.

La crise se prolongeant, il sera de plus en plus difficile pour les nouveaux pauvres de sortir de l'ornière et de retrouver leur emploi et leur niveau de vie antérieurs. De surcroît, les problèmes sociaux pourraient subsister longtemps encore, même après la reprise économique. La malnutrition fait des ravages croissants chez les enfants et ceux-ci fréquentent de moins en moins l'école primaire, aussi la crise sera-t-elle lourde de conséquences pour les générations futures.

Les mesures de protection sociale peuvent atténuer l'effet de la crise sur les pauvres et les groupes vulnérables, mais elles représentent un palliatif et non une solution durable. Seule la reprise d'une croissance rapide et soutenue pourra ramener le chômage et la pauvreté au niveau où ils étaient tombés avant la crise. La politique devrait être axée non plus sur la déflation mais sur la relance, et aider les chômeurs grâce à une baisse des taux d'intérêt, un afflux de liquidités et une augmentation des dépenses publiques, de façon à briser un cercle vicieux qui risque de causer des dommages incalculables.

### ***Répercussions mondiales***

Les répercussions de la crise est-asiatique sur la croissance et le développement dans le monde dépendront de l'évolution des flux commerciaux et financiers internationaux. Il est difficile de faire des prévisions exactes à cause non seulement de la complexité de l'inter-dépendance mondiale, mais encore de la versatilité des marchés de capitaux et de l'incertitude qui règne quant à la réaction des autres pays. Cela dit, l'effet déflationniste de la crise se révèle plus profond qu'on ne le croyait au début. D'après des projections récentes pour 1998, le taux de croissance de la production mondiale devrait diminuer d'au moins un point de pourcentage (aux taux de change du marché) par rapport à son niveau de 1997.

Les estimations concernant la croissance du PIB ont fait l'objet de révisions plus importantes pour les pays en développement que pour les pays développés. On pense que dans ceux-ci le taux de croissance sera inférieur de moitié à celui de 1997 et tombera en dessous de 2,5 %. Les chances de reprise en Asie de l'Est étant minces, il est probable que l'écart entre les revenus du Nord et ceux du Sud continuera à se creuser. Pour la première fois depuis bien des années, la croissance sera plus lente dans les pays en développement, non compris la Chine, que dans les pays développés. Et même en Chine, elle ne devrait pas dépasser 6 %, soit la moitié seulement du taux moyen enregistré depuis le début de la décennie.

Les pays en développement sont au pied du mur. Soucieux d'éviter la contagion, beaucoup ont pris des mesures monétaires et budgétaires préventives dans l'espoir de maintenir la confiance sur leur marché naissant et d'être moins exposés à un revirement des flux financiers. Ce faisant, ils ont étouffé la demande intérieure et amoindri encore les perspectives de croissance.

Selon les projections récentes de certaines institutions financières, les flux de capitaux vers les nouveaux marchés d'Amérique latine et d'Europe orientale ne devraient pas connaître une baisse sensible. Il n'empêche que les marges sur les obligations négociées sur ces marchés, qui avaient beaucoup augmenté à l'automne dernier, n'ont guère diminué, et les monnaies de nombreux pays n'ont jamais été aussi faibles par rapport au dollar, malgré la hausse des taux d'intérêt nationaux. Les fruits du dur labeur des pays en développement - actifs et marchandises - se vendent aujourd'hui pour une bouchée de pain, et leurs prix risquent de baisser encore avant que les investisseurs mondiaux retrouvent le goût du risque. La flambée récente des cours des obligations et l'amélioration constante du marché boursier aux États-Unis semblent dues en grande partie à une volonté de se mettre à l'abri.

L'Asie de l'Est étant à l'origine d'un quart des échanges inter-nationaux, les effets de la crise se propageront principalement par le biais des flux commerciaux. La façon dont évolueront les importations de la région, la compétitivité des pays sur les marchés tiers et, surtout, les prix des produits de base sera à cet égard déterminante.

Entre le début de la crise et la fin du premier trimestre de 1998, les importations des pays d'Asie de l'Est les plus touchés ont fléchi de 30 à 40 %, cependant que leurs exportations plafonnaient ou diminuaient. D'autres pays en développement d'Asie ont enregistré des tendances analogues, bien que moins marquées. Le commerce mondial, dont le volume avait progressé de 9,5 % en 1997 (taux qui n'a été dépassé qu'une seule fois au cours des 20 dernières années), devrait donc croître beaucoup plus lentement en 1998.

L'importance des marchés asiatiques pour les pays en développement exportateurs est très variable. Ces marchés absorbent en moyenne 10 % des exportations totales de marchandises de l'Amérique latine, mais la proportion atteint 25 % pour le Pérou et plus de 38 % pour le Chili. En outre, près de 60 % des exportations latino-américaines vers les pays de l'OCDE sont potentiellement vulnérables à la concurrence asiatique. Si la concurrence sur les marchés tiers compte moins pour les pays africains, certains d'entre eux tirent 25 à 35 % de leurs recettes totales d'exportation du commerce avec l'Asie de l'Est.

Les pays d'Asie de l'Est constituent des marchés importants pour les métaux, les matières premières d'origine agricole et les produits énergétiques, qui sont destinés à la consommation intérieure et utilisés aussi comme produits intermédiaires par leurs industries exportatrices. Par conséquent, la diminution ou l'apathie des exportations et la contraction de la demande intérieure exerceront sans doute une très forte influence sur les prix de ces produits. D'autre part, l'augmentation des exportations est-asiatiques d'un petit nombre de produits primaires n'aura peut-être qu'un effet limité sur les marchés mondiaux des produits considérés.

Si d'autres facteurs sont certainement entrés en jeu, la crise en Asie de l'Est est la première cause du tassement récent des prix des produits de base. Les cours des produits autres que le pétrole, qui avaient fléchi en 1996 après deux ans de hausse soutenue, commençaient à se stabiliser en 1997, mais la crise a éclaté et la baisse a repris. Entre juin 1997 et avril 1998, ils ont diminué d'environ 10 %. Quant au cours du pétrole, à la fin du printemps de 1998, il était à un moment donné inférieur de 40 % au maximum enregistré en 1997.

Le Chili, la Jamaïque, le Paraguay et le Pérou en Amérique latine, le Gabon, le Soudan, la République-Unie de Tanzanie et la Zambie en Afrique et le Kazakhstan, la Mongolie et le Myanmar en Asie sont autant de pays en développement qui, comme bien d'autres, tirent une grande partie de leurs recettes d'exportation de la vente de métaux et de matières premières d'origine agricole. Certains ont vu leurs recettes diminuer d'un quart, la perte représentant jusqu'à 12 % du PIB dans certains cas. Pour les exportateurs de pétrole, le déficit devrait être aussi important, voire plus.

Dans les pays où les recettes d'exportation constituent une source importante de rentrées fiscales, tels le Chili et le Mexique, leur contraction oblige déjà l'Etat à réduire les dépenses publiques. Les pays développés qui sont de gros exportateurs de produits de base, comme l'Australie, le Canada et la Nouvelle-Zélande, sont également touchés et leur monnaie en souffre. Mais pour les principaux pays industrialisés, en particulier les États-Unis et les pays d'Europe occidentale, les avantages procurés par la baisse des cours des produits de base et l'amélioration des termes de l'échange semblent avoir largement contrebalancé la perte de recettes due au fléchissement des

---

expor-tations vers l'Asie de l'Est. Toutefois, l'ajustement de la balance extérieure des pays asiatiques risque d'avoir à long terme un effet très différent.

L'Amérique latine est peut-être la région la plus exposée aux répercussions de la crise asiatique. Le taux de croissance devrait tomber à environ 3 % en moyenne, après avoir atteint en 1997 le niveau le plus élevé des 25 dernières années, et le déficit des paiements courants continuera sans doute à se creuser. La région demeure donc particulièrement vulnérable à une interruption des apports de capitaux.

En Afrique, la croissance s'était déjà ralentie en 1997 à cause de la diminution des prix des produits de base et des mauvaises conditions météo-rogiques. La crise devrait avoir des effets très variables d'un pays à l'autre : les importateurs de pétrole et de produits alimentaires profiteront de la baisse des prix, tandis que les exportateurs de métaux, de pétrole et d'autres combustibles risquent d'être durement touchés. On estime qu'en Afrique subsaharienne le taux de croissance ne sera guère supérieur à celui de 1997, et encore en mettant les choses au mieux.

La crise se répercutera sur les pays en transition surtout par le biais de la baisse des prix des produits énergétiques. Vu les carences structurelles de son système financier et le déséquilibre de son budget, la Fédération de Russie est cependant particulièrement vulnérable aux revirements des marchés, et son marché des changes ainsi que son marché boursier ont déjà beaucoup souffert. De nombreux pays d'Europe centrale et d'Europe orientale ne sont pas directement touchés par la crise car ils n'ont pas beaucoup de liens commerciaux avec l'Asie de l'Est, et la région dans son ensemble devrait enregistrer un taux de croissance positif, bien que modéré, pour la deuxième année de suite depuis le début de la période de transition, encore que les perspectives soient très incertaines pour la Fédération.

S'ajoutant à un éventuel ralentissement cyclique, la crise est-asiatique pourrait avoir des conséquences importantes pour l'économie des États-Unis. Celle-ci est restée très dynamique en 1997, sous l'impulsion des dépenses des particuliers, qui ont dépassé les revenus. L'inflation a poursuivi son repli, malgré un taux de croissance bien supérieur au niveau jugé compatible avec une inflation stable. L'ajustement en Asie de l'Est, l'appréciation du dollar et la baisse des prix des produits de base sont autant de facteurs qui contribuent au recul de l'inflation, mais en même temps ils font baisser les revenus et le pouvoir d'achat sur les marchés d'exportation des États-Unis, aussi faut-il s'attendre à une nette augmentation du déficit commercial de ce pays. Les dépenses des particuliers ne pourront sûrement pas continuer à progresser au même rythme, et l'excédent budgétaire freinera l'activité économique. En définitive, il est probable que la croissance se ralentira sensiblement pendant le second semestre de l'année.

Ce pronostic non alarmiste pourrait cependant être remis en cause par des facteurs financiers. Comme la reprise prolongée s'est accompagnée d'une augmentation des prêts bancaires, le ralentissement de la croissance pourrait poser des problèmes de remboursement à de nombreux emprunteurs. En outre, la contraction des recettes et des marges des entreprises pourrait entraîner une réévaluation des actions. Des difficultés de remboursement ou une brusque correction des cours des actions renforceraient les pressions déflationnistes et la chute serait plus dure qu'on ne le prévoit actuellement.

Si la demande intérieure fléchissait brutalement, la contribution des États-Unis à la croissance de la demande mondiale diminuerait, cependant que leur déficit commercial augmenterait. D'où un élargissement de la brèche ouverte dans cette demande par la crise en Asie de l'Est et les fortes fluctuations des balances commerciales des pays de la région. Il est peu probable que la diminution soit compensée par une demande vigoureuse en Europe ou au Japon. Dans les pays de l'Union européenne, à l'exception du Royaume-Uni, la croissance a jusqu'à présent été tributaire des exportations, et la crise asiatique devrait faire baisser de plus de 0,5 point de pourcentage le taux de croissance et de la production et des exportations. La situation au Royaume-Uni s'apparente à celle des États-Unis, bien que l'inflation soit plus forte. Dans les autres grands pays de l'Union, les exportations vers l'Asie sont en chute libre. Toute reprise de la demande intérieure ne ferait donc que contrebalancer la contraction des exportations nettes, sans donner d'impulsion supplémentaire. En outre, la politique monétaire commune de la nouvelle Banque centrale européenne ne devrait pas stimuler la demande aux premiers stades de l'union monétaire, et sera sans doute déflationniste plutôt qu'inflationniste.

Le redressement de l'économie nipponne sera déterminant pour la reprise dans le reste de l'Asie. La récession que connaît actuellement le Japon l'empêche de jouer un rôle analogue à celui des États-Unis pendant la relance au Mexique. Malgré les mesures prises récemment pour accroître les dépenses publiques et réduire les impôts,

la croissance restera sans doute négative en 1998. Miser sur la dévaluation du yen pour stimuler la demande extérieure risquerait d'aggraver l'instabilité monétaire dans la région et sur les marchés internationaux de capitaux. Sans une nette remontée de la demande intérieure, le Japon ne pourra pas offrir de débouchés croissants aux exportations des autres pays d'Asie.

Rien n'empêche cependant le Japon de fournir à ces pays un financement extérieur important sous forme de prêts à long terme. Ces prêts seraient sans doute plus efficaces pour stimuler la croissance dans l'archipel (et dans les nouveaux pays industriels) qu'un train de mesures budgétaires internes d'un montant équivalent, car l'argent serait en grande partie recyclé grâce à une augmentation des importations. Une démarche régionale pourrait se révéler plus agissante pour sortir de la crise que les remèdes multilatéraux classiques.

Vu la nature de la crise, la reprise devrait être beaucoup plus lente en Asie de l'Est qu'elle ne l'a été au Mexique après 1995. Le surinvestissement et la fragilité financière sont des problèmes plus difficiles à résoudre que celui de la surconsommation. La restructuration des bilans et l'ajustement de l'encours de la dette et des actifs prennent bien plus de temps qu'un réalignement des dépenses de consommation.

Le pire serait sans doute que la crise entraîne de nouveaux accès d'instabilité financière sur les marchés naissants, une importante révision des cours des actions dans les principaux pays industrialisés, un fort ralentissement de la croissance économique aux États-Unis, une récession prolongée dans les NPI est-asiatiques et au Japon et une aggravation des déséquilibres commerciaux dans les principaux pays industrialisés. Cela mettrait à rude épreuve les systèmes bancaires des pays développés. Non seulement l'économie mondiale pourrait sombrer dans une profonde récession, mais encore on risquerait de voir éclater des conflits commerciaux dévastateurs. Pour prévenir une telle catastrophe, les pays excédentaires, à savoir le Japon et les membres de l'Union européenne, doivent accroître leur contribution à la demande mondiale et les pays d'Asie de l'Est doivent inverser leur politique déflationniste.

---

## GESTION ET PRÉVENTION DES CRISES FINANCIÈRES

---

### *Anatomie des crises financières*

La crise en Asie de l'Est n'est que la dernière d'une série de perturbations financières qui ont secoué l'économie mondiale depuis l'effondrement du système de Bretton Woods. Ces crises sont de plus en plus fréquentes tant dans les pays industrialisés que dans les pays en développement. Dans ceux-là, les phases d'instabilité financière ont pris la forme de crises bancaires ou monétaires; dans ceux-ci, il s'agissait en général d'un mélange des deux, s'accompagnant de difficultés liées au service de la dette extérieure. Ces différences dénotent des disparités dans l'endettement extérieur net, ainsi que la dollarisation de plus en plus prononcée de l'économie des pays en développement.

Il est essentiel de mieux comprendre les causes et la nature des crises financières pour pouvoir les gérer plus efficacement et pour s'efforcer de les prévenir. Même si chaque manifestation d'instabilité financière présente des caractéristiques propres, un certain nombre de traits communs peuvent être recensés :

- Ces crises ont en règle générale été précédées d'une dérégulation financière et - en cas d'instabilité monétaire - d'une libéralisation des opérations en capital;
- Les crises bancaires ont été associées à un accroissement excessif des prêts accordés pour certaines catégories d'actifs (biens immobiliers et valeurs mobilières, par exemple) et à des bulles spéculatives, surtout lorsque les banques se lançaient pour la première fois dans certains types de financement. Ces opérations de prêt ont souvent, mais pas toujours, été effectuées dans un contexte marqué par des carences de la réglementation et du contrôle financiers;
- Les crises monétaires ont ordinairement été précédées d'un afflux de capitaux attirés à la fois par un différentiel d'intérêt et des taux de change relativement stables. Ces deux facteurs incitent à emprunter à l'étranger, mais augmentent en même temps le risque de change;



- On ne connaît aucun pays, développé ou en développement, où une forte augmentation des liquidités du secteur bancaire résultant d'apports de capitaux n'ait pas provoqué un gonflement des prêts, une baisse de la qualité des actifs et un plus grand laxisme dans l'évaluation des risques;
- Les entrées de fonds entraînent généralement une appréciation de la monnaie et une détérioration de la balance des opérations courantes. Dans le cas d'apports excessifs de capitaux, la dégradation de la balance extérieure et l'affaiblissement du secteur financier vont souvent de pair;
- Le gonflement des flux de capitaux tient en grande partie à la crise des banques commerciales dans les principaux pays industrialisés. En poussant les établissements bancaires à se lancer dans de nouvelles activités pour accroître leur rentabilité, la concurrence accrue introduite dans le secteur financier par la déréglementation a largement contribué à accentuer l'instabilité financière au niveau international;
- L'inversion des flux de capitaux est souvent associée à une détérioration de la situation macroéconomique découlant des entrées de fonds, plutôt qu'à des changements d'orientation. Le reflux des capitaux et la crise de la dette dans les pays en développement ont cependant presque toujours été liés à une hausse des taux d'intérêt internationaux. La dépréciation monétaire qui en résulte entraîne des pertes en capital pour ceux qui ne bénéficient pas d'une couverture : elle risque alors de se transformer en chute libre du fait de la ruée sur les devises.

D'autres aspects des crises monétaires varient suivant les cas. Ces crises sont survenues dans des conditions très diverses, avec de grandes différences entre les types de flux financiers, de prêteurs et d'emprunteurs. Elles ont par exemple été précédées par des emprunts des secteurs privé et public dans des proportions variables. De même, dans de nombreuses crises récentes (y compris en Asie de l'Est), les mouvements de capitaux ont surtout pris la forme de prêts bancaires internationaux, tandis que dans la crise mexicaine, il s'agissait en grande partie d'investissements de portefeuille dans des actions et dans des effets publics.

### *Gestion des crises financières*

L'expérience de l'Asie de l'Est a révélé certaines faiblesses de la gestion internationale, notamment des crises comportant le retrait soudain de capitaux étrangers et des attaques massives et systématiques contre la monnaie. Ce qui semblait être une crise de liquidité s'est ainsi transformé en une crise de solvabilité, avec l'effondrement des monnaies et des prix des actifs. Ce phénomène touche non seulement ceux qui ont des engagements extérieurs, mais également l'ensemble de l'économie, compte tenu de ses effets sur la production et sur l'emploi.

Quatre modes de défense sont envisageables face à une attaque contre la monnaie :

- La politique intérieure, principalement dans le secteur monétaire;
- Le maintien d'un volume suffisant de réserves de change et de lignes de crédit de précaution;
- Le recours à un prêteur international en dernier ressort;
- L'application d'un moratoire de la dette et de restrictions de change, allant de pair avec l'ouverture de négociations en vue d'une restructuration rapide de la dette.

Dans des conditions normales, les différentiels de taux d'intérêt déterminent dans une large mesure les mouvements internationaux de capitaux, et la politique monétaire peut influencer sur les flux financiers. Cependant, comme on l'a vu en Asie de l'Est, un resserrement monétaire est susceptible d'avoir des effets très différents en cas de panique, un relèvement du taux d'intérêt pouvant simplement indiquer une moindre solvabilité et un risque accru de défaillance. Les difficultés rencontrées par les débiteurs peuvent en fin de compte entraîner une stabilisation du taux de change en raison de la contraction des ventes de monnaie nationale, mais au prix d'un freinage de l'économie et non grâce à un retour des capitaux étrangers.

Le maintien, à titre de précaution, de réserves ou lignes de crédit suffisantes pour remédier aux retraits de fonds lors d'une attaque contre la monnaie est une solution à la fois coûteuse et peu réaliste. Un des moyens d'accumuler des réserves à cet effet consisterait à "stériliser" une partie des apports de capitaux, en les achetant avec le produit d'emprunts lancés sur le marché intérieur. Une telle stratégie peut toutefois coûter cher et à

l'ensemble de l'économie, le taux d'intérêt des prêts extérieurs étant généralement supérieur au rendement des réserves en devises, et au secteur public, vu que le taux d'intérêt réel des titres émis par l'Etat dépasse lui aussi, en règle générale, le rendement des réserves.

On pourrait aussi envisager de couvrir les engagements extérieurs à court terme du secteur privé par des emprunts publics à long terme assortis d'investissements à court terme à l'étranger, ou de prévoir un prêteur privé en dernier ressort. Cela dit, les emprunts ou les lignes de crédit nécessaires pourraient être considérables, surtout si l'on tient compte des retraits effectués par les non-résidents au titre d'actions et d'obligations. En outre, le pays peut ne pas avoir accès à des emprunts ou des facilités de ce type et il n'est pas certain qu'une ligne de crédit puisse être débloquée à hauteur du montant requis. Dans l'un et l'autre cas, les coûts réels seraient du reste substantiels.

Ces dernières années, l'assistance financière coordonnée par le FMI n'a généralement été accordée qu'après l'effondrement de la monnaie, revêtant la forme de plans de renflouage destinés à répondre aux exigences des créanciers et à prévenir une cessation de paiement. De telles opérations présentent divers inconvénients : elles évitent aux créanciers d'avoir à assumer les conséquences financières de leurs décisions, rejetant ainsi tout le fardeau sur les débiteurs et créant un risque moral pour les créanciers; de plus, en assortissant les créances privées de garanties publiques conférées a posteriori, elles tendent à masquer les risques de non-remboursement. Enfin, et surtout, les sommes requises ne cessent de s'accroître et atteignent les limites de ce qui semble politiquement acceptable dans les pays mis à contribution. Ce facteur est également un des principaux obstacles à la mise en place d'un véritable système de prêteur de dernier recours qui stabiliserait les marchés monétaires et empêcherait ainsi que des attaques contre les monnaies ne se transforment en une crise de solvabilité.

Si des liquidités ne sont pas rapidement fournies en quantité suffisante pour faire face aux attaques visant une monnaie, une crise de liquidité se solde en fin de compte par des cessations de paiement et des faillites en cascade. Le mieux pour prévenir une telle issue serait de généraliser l'application de principes relatifs à l'insolvabilité tels que ceux qui sont énoncés au chapitre 11 du Code des faillites des États-Unis. Partant du postulat que la valeur d'une entreprise en activité est supérieure à celle de ses actifs en cas de liquidation, ces principes encouragent la restructuration financière plutôt que la mise en liquidation. Les procédures prévues permettent d'appliquer un moratoire sur le service de la dette pour accorder un répit au débiteur (qui reste en possession de son bien) et éviter une ruée sur les actifs qui risquerait d'être préjudiciable non seulement au débiteur, mais également aux créanciers les plus mal placés. Le débiteur a ainsi la possibilité d'établir un plan de réaménagement, cependant que les créanciers sont traités sur un pied d'égalité. Au cours de la réorganisation, le débiteur a accès aux fonds de roulement requis pour ses activités, les nouvelles dettes contractées bénéficiant d'un statut prioritaire. Le réaménagement est suivi d'un règlement, et la procédure peut accélérer ce processus en évitant un blocage de la situation par certaines catégories de créanciers.

L'application de principes de ce type aux débiteurs internationaux a été envisagée dans l'édition de 1986 du *Rapport sur le commerce et le développement*, lors de la crise des débiteurs souverains. On faisait déjà observer à l'époque qu'en pareil cas les débiteurs "risquent d'être marqués des 'stigmates' économiques et financiers d'une faillite de fait, avec toutes les conséquences que cela entraîne pour leur réputation de solvabilité et leur accès aux sources de fond [...]. Ils ne peuvent guère bénéficier des allègements financiers et des possibilités de redressement qu'offrirait un règlement judiciaire du type prévu par le Code des faillites des États-Unis".

Vu que la dette extérieure des pays en développement a de plus en plus un caractère privé, le risque de ruée des créanciers et des investisseurs sur les actifs s'est accru. D'où l'intérêt des procédures de faillite susmentionnées pour gérer et régler les crises internationales de la dette. Cela dit, appliquer le chapitre 11 du Code des États-Unis à l'échelon international ne semble ni réaliste ni nécessaire. L'article VIII des Statuts du FMI pourrait permettre d'instaurer un moratoire de la dette en imposant des contrôles des changes si une monnaie est attaquée : il peut aussi être combiné avec les pratiques actuelles de restructuration de la dette par le biais de négociations.

Des moratoires pourraient, certes, être approuvés par le FMI, mais des conflits d'intérêts risqueraient de surgir, vu que les pays touchés par les décisions du Fonds sont également ses actionnaires et que celui-ci fait lui-même souvent partie des créanciers. Il serait peut-être bon de confier le pouvoir de décréter un moratoire à un comité indépendant dont les décisions auraient force de loi devant les tribunaux nationaux. Le pays débiteur dont la monnaie est attaquée pourrait décider unilatéralement d'appliquer un moratoire lorsque ses réserves ou sa monnaie tombent en dessous d'un certain seuil, après quoi cette décision serait, dans un délai déterminé, soumise au comité pour approbation. Une telle procédure permettrait d'éviter un mouvement de panique, à l'instar des

clauses de sauvegarde du GATT qui permettent au pays de prendre des mesures d'urgence. Pendant la durée du moratoire, puis au cours de la négociation du plan de réaménagement de la dette, le FMI accorderait son concours au débiteur, dont les intérêts ne seraient pas comptabilisés : les sommes requises seraient alors nettement inférieures au coût d'une opération de renflouage.

Des procédures de ce type, dont la nécessité a été à nouveau mise en évidence dans la crise est-asiatique, permettraient de protéger les pays débiteurs d'une réaction excessive des marchés financiers. Ainsi que la Cour d'appel de New York l'a fait valoir dans un jugement en vertu duquel elle avait statué en faveur d'un gouvernement débiteur qui avait imposé un moratoire unilatéral, cette manière de procéder serait "pleinement conforme à l'esprit des lois sur la faillite, dont toutes les nations civilisées reconnaissent qu'elles ont force obligatoire [...]".

### *Prévention des crises financières*

La crise en Asie de l'Est a une fois de plus appelé l'attention de la communauté internationale sur les moyens de prévenir de telles secousses. Diverses propositions ont été présentées concernant les mesures à prendre à l'échelle mondiale, nationale et régionale. Cependant, les initiatives globales relatives au système financier international ne s'attaquent pas à la cause fondamentale du problème. Bien au contraire, certaines pourraient réduire l'autonomie et la marge de manoeuvre dont les dirigeants nationaux ont besoin pour protéger l'économie contre des mouvements de capitaux instables et spéculatifs.

Vu l'intégration plus étroite des marchés financiers et le risque accru de contagion, la surveillance internationale des politiques intérieures devient encore plus importante pour la stabilité du système monétaire et financier international. Cependant, elle n'a pas réussi jusqu'ici à prévenir les crises financières internationales et les turbulences monétaires, et il ne semble pas que les propositions formulées récemment pour l'améliorer en renforceront l'efficacité :

- Les principales crises financières tiennent en général à de fortes variations de conditions macroéconomiques extérieures aux pays où est née la crise. Les facteurs externes jouent un rôle aussi important que les éléments d'origine interne dans le déclenchement tant des afflux que des reflux de capitaux. Cela étant, les modalités en vigueur ne permettent pas de remédier aux problèmes de surveillance imputables à des impulsions unilatérales provenant de la réorientation de la politique monétaire des États-Unis et d'autres pays de l'OCDE, qui exercent une forte influence sur les mouvements de capitaux et les taux de change. Le système actuel de gestion économique au niveau mondial ne prévoit pas de mécanismes permettant de régler les différends ou de corriger de telles impulsions;
- Les améliorations envisagées en matière de surveillance restent axées sur les aspects de la politique intérieure qui peuvent contribuer à la fragilité et aux crises financières. Même dans ce domaine plus limité, le bilan est mitigé, en grande partie à cause du mythe de l'infaillibilité des marchés;
- Même si, aux fins d'une surveillance efficace, il est essentiel de disposer rapidement de renseignements fiables sur les principales variables macroéconomiques et financières, il est exagéré de prétendre que les insuffisances de l'information sont la cause première de l'incapacité de prévoir la crise en Asie de l'Est. La crise a mis en évidence certaines faiblesses en matière d'information, mais celles-ci n'ont pas joué un rôle primordial. Là où le bât blesse, c'est dans l'évaluation des conclusions à tirer des données disponibles, y compris celles qui figurent dans les rapports périodiques de la BRI, quant à la capacité des pays de continuer à se procurer des fonds sur les marchés internationaux.

Comme les carences de la réglementation et du contrôle financiers à l'échelon national ont contribué à la crise en Asie de l'Est, on se soucie davantage des réformes à engager dans ce domaine. Cependant, bien que de telles réformes puissent réduire les risques de crise, l'expérience montre que, le secteur financier restant très vulnérable aux variations de la situation économique et la réglementation n'étant jamais parfaite, aucun régime, si perfectionné soit-il, ne permet de prévenir les crises à coup sûr.

La réglementation applicable, dans les pays d'origine, aux prêts et investissements transfrontières présente de nombreuses faiblesses. Celles-ci ont largement contribué à faire supporter aux débiteurs une part disproportionnée du coût des crises qui en résultaient. Diverses propositions ont été formulées afin de mettre en place de nouvelles règles et de nouvelles institutions permettant d'exercer un contrôle plus rigoureux sur les bailleurs de fonds et les investisseurs internationaux. Certaines pourraient être mises en oeuvre sans qu'il faille transformer

de fond en comble les institutions et les régimes existants; d'autres nécessiteraient, à des degrés divers, de nouveaux accords internationaux de vaste portée, qui seraient sans doute difficiles à conclure en raison d'incertitudes quant à leur efficacité ou à la concentration du pouvoir qu'ils impliqueraient.

La collaboration et la concertation au niveau régional peuvent contribuer à prévenir les crises financières, notamment les désordres monétaires et les effets de contagion. L'action dans ce domaine, par exemple la création de mécanismes de surveillance ou de dispositifs plus ambitieux passant par une entraide financière, peut s'inspirer de la longue et vaste expérience acquise par l'Union européenne.

Cependant, aucune des formules proposées pour prévenir les crises ne dispense les pouvoirs publics de mener une politique active concernant la balance des paiements et les engagements extérieurs. La politique de change et le contrôle des mouvements de capitaux exigent à cet égard une attention particulière.

Il n'y a aucune raison de condamner le contrôle des changes et de sacrifier la stabilité monétaire à la libre circulation des capitaux. La libre fluctuation des taux, conjuguée à la mobilité des capitaux, serait néfaste à la stabilité de la monnaie, ce dont pâtiraient à la fois le commerce, l'investissement et la croissance. L'établissement d'un système des changes peut éliminer les problèmes de gestion de la dette imputables à des déséquilibres monétaires, et s'est révélé utile dans certains pays pour enrayer une hyper-inflation. Mais cela ne protège pas l'économie contre une instabilité d'origine extérieure : les entrées et les sorties de capitaux se répercutent sur le niveau de l'activité économique ainsi que sur les prix des biens et des actifs, et peuvent mettre en péril la stabilité du secteur bancaire.

Il n'en reste pas moins que les régimes d'encadrement des taux de change sont à la merci d'une accumulation de créances extérieures à court terme et d'autres apports de capitaux potentiellement instables. Même s'ils sont appliqués avec souplesse, ils ne sont viables que s'ils s'accompagnent d'une gestion active des engagements extérieurs, qui passe souvent par un contrôle des capitaux.

Le contrôle des mouvements de capitaux est une technique éprouvée pour remédier à leur instabilité. Auparavant, les mesures de ce type visaient essentiellement les transactions internationales des résidents et non-résidents. Mais aujourd'hui, avec la déréglementation et l'évolution récente des techniques bancaires, les résidents peuvent souvent ouvrir des comptes et effectuer des opérations en devises dans le pays même. Ces opérations peuvent influencer sur des variables macroéconomiques comme le taux de change de la même façon que les transactions avec l'étranger, aussi est-il légitime de les assujettir à des contrôles. Durant la période d'après-guerre, les pays industrialisés ont fréquemment recouru à des contrôles de ce type, qui ont également occupé une place importante dans les politiques adoptées ces dernières années par plusieurs pays en développement face à des afflux de capitaux.

Le contrôle des mouvements de capitaux s'étant souvent révélé efficace, les initiatives actuelles visant à restreindre la liberté d'action des pays dans ce domaine ne semblent guère opportunes. Divers facteurs peuvent réduire les risques de crise financière : amélioration des données macroéconomiques fondamentales, efficacité de la réglementation prudentielle et de la surveillance du système financier, meilleure gestion des entreprises. Mais des réformes structurelles de longue haleine sont pour cela nécessaires : dans les pays industrialisés, il a fallu en général des décennies pour les mener à bien et mettre en place les institutions requises. De surcroît, les mesures de ce type prises au niveau national n'offrent pas une protection intégrale contre les attaques visant les monnaies, qui découlent également des conditions régnant sur les marchés financiers internationaux et dans les pays d'origine des bailleurs de fonds et des investisseurs internationaux. Les dégâts pourraient être limités grâce à de nouveaux mécanismes de gestion des crises, dont un véritable prêteur international en dernier ressort ou un cadre pour les moratoires et la restructuration de la dette - mais cela n'empêcherait pas les attaques. Ainsi, en l'absence de mécanisme mondial propre à stabiliser les flux de capitaux, les dispositifs de contrôle continueront de faire partie de l'arsenal des mesures appliquées par les pays en développement pour se protéger contre l'instabilité financière internationale. Pour le moment, il semble donc préférable de laisser les coudées franches aux pouvoirs publics, plutôt que de leur imposer de nouvelles contraintes.

---

## LE DÉVELOPPEMENT DE L'AFRIQUE : ANALYSE COMPARATIVE

---

Après un repli économique quasi continu pendant une vingtaine d'années, l'Afrique connaît aujourd'hui un redressement. Pour la première fois depuis longtemps, le revenu par habitant a dans l'ensemble augmenté en 1995, tendance qui s'est poursuivie en 1996 et, dans une moindre mesure, en 1997. Cette reprise, qui a été alimentée par une forte progression des recettes d'exportation, s'explique en grande partie par de meilleures conditions météorologiques et par une diminution des troubles civils dans plusieurs pays.

Toutefois, même si la croissance enregistrée depuis trois ans en Afrique subsaharienne se maintenait pendant la prochaine décennie, la région n'en demeurerait pas moins marginalisée et la pauvreté, qui y est généralisée, ne serait guère réduite car cela suffirait tout juste à regagner le terrain perdu au cours des 20 dernières années. Les responsables doivent s'employer à transformer la reprise en un véritable décollage économique qui permette d'atteindre l'objectif des 6 % de croissance que l'ONU a fixé pour l'Afrique. Au cours des trois dernières années, seuls quelques pays ont atteint ou dépassé ce taux.

Il ne faut pas se faire d'illusion sur les difficultés de la tâche, ni se fier à des solutions de fortune ou à des panacées venant de l'extérieur. Certes, il y a des leçons à tirer de l'expérience des autres pays en développement qui sont passés de l'instabilité économique et sociale à une croissance rapide et durable. Mais l'Afrique doit également retrouver la dynamique de développement qui avait permis à de nombreux pays de connaître des progrès sociaux et économiques pendant la décennie qui avait suivi leur indépendance.

Depuis le début des années 80, de nombreux pays ont mené des réformes dans le cadre de programmes d'ajustement structurel visant à faire fructifier leur potentiel de croissance grâce à une plus grande stabilité macroéconomique, à la réduction du rôle de l'Etat, à un recours accru aux mécanismes du marché et à une ouverture rapide à la concurrence internationale. La stabilisation macroéconomique et l'élimination des fortes distorsions de prix dans des domaines importants ont sans aucun doute joué un rôle clef dans le redressement économique de certains pays. Toutefois, malgré de nombreuses années d'effort, pratiquement aucun pays de la région n'a, au terme de son programme d'ajustement, renoué avec une croissance durable. En effet, la voie qui mène de l'ajustement à de meilleurs résultats économiques est, au mieux, un chemin semé d'embûches ou, au pire, une impasse. Parmi les 15 pays que la Banque mondiale considérait en 1993 comme les principaux "réformateurs", seuls trois sont actuellement qualifiés de "bons élèves" par le FMI. Les prévisions de croissance pour l'Afrique se sont presque toujours révélées trop optimistes car on faisait trop confiance au pouvoir de stimulation des mécanismes du marché, sans procéder à un examen approfondi des obstacles et des possibilités.

Ces prévisions, de même que les conseils prodigués en matière de politique, n'ont pas toujours tenu dûment compte des contraintes extérieures. Ainsi, la baisse des prix à l'exportation et la dégradation brutale de la situation des paiements extérieurs au début des années 80 ont failli conduire à l'effondrement de nombreuses économies africaines déjà chancelantes. Les pertes subies n'ont pas été contrebalancées par une augmentation de l'aide publique au développement (APD) ou des crédits publics; moins de 15 % des pertes commerciales ont été compensées par l'APD. Comme on pouvait s'en douter, l'ajustement qui a suivi a pris la forme d'une forte contraction des importations et d'une chute brutale de l'investissement; la part de ce dernier dans le PIB, qui dépassait en moyenne 25 % dans les années 70, est descendue à 16 % au début des années 90. La région était prise dans un cercle vicieux : les structures économiques en place ne permettaient pas d'accroître suffisamment les recettes d'exportation pour maintenir le niveau des importations et de l'investissement, ce qui entravait les changements structurels et la croissance économique.

L'amélioration des facteurs extérieurs a grandement contribué à la reprise enregistrée dernièrement. L'augmentation de 25 % des prix des produits de base hors pétrole de 1993 à 1996 explique en grande partie la croissance des recettes d'exportation. Toutefois, les perspectives à moyen terme pour ces produits donnent à penser que cette évolution ne va pas se poursuivre, la baisse récente des cours étant accentuée par le fléchissement de la demande mondiale dû à la crise qui secoue les pays d'Asie de l'Est. Par ailleurs, l'APD ne cesse de diminuer en valeur réelle depuis le début des années 90.

La communauté internationale ne devrait pas adopter une attitude passive quant au développement économique de l'Afrique. En effet, sur une question très importante, celle de la dette, elle peut apporter son soutien à la nouvelle génération de responsables africains.

Il est désormais largement avéré que l'endettement extérieur des pays africains a de graves conséquences pour l'investissement et la reprise de la croissance : non seulement il empêche de réaliser des investissements publics dans l'infrastructure matérielle et dans les ressources humaines, mais il a également des effets dissuasifs sur l'investissement privé, y compris l'investissement étranger. Le taux d'endettement extérieur des pays africains, exprimé en pourcentage des exportations et du PIB, est le plus élevé de toutes les régions en développement. Il s'agit surtout de dettes contractées auprès de créanciers publics, dont une grande partie n'est tout simplement pas remboursable. L'ampleur du surendettement est illustrée par le montant des arriérés qui, en 1996, dépassait 64 milliards de dollars, soit plus du quart de la dette totale. Il est encore plus inquiétant de constater que les deux tiers de l'augmentation de la dette depuis 1988 sont dus aux arriérés.

Le lancement de l'Initiative en faveur des pays pauvres très endettés (PPTE) a permis de proposer une solution plus globale, concertée et équitable. Cette initiative doit néanmoins être considérablement remaniée si l'on veut qu'elle contribue de manière décisive à instaurer des conditions propices à une croissance durable : les principaux aspects de la question sont les critères à remplir pour bénéficier d'une réduction de la dette, l'ampleur de cette réduction et son calendrier. Il faut désormais procéder à une évaluation globale du taux d'endettement que peuvent supporter les pays africains; elle devrait être faite par un organe indépendant qui ne serait pas trop influencé par les intérêts des créanciers. Cet organe pourrait être composé de personnalités éminentes ayant une expérience dans le domaine de la finance et du développement, qui pourraient être nommées d'un commun accord par les créanciers et les débiteurs, les premiers s'engageant à appliquer pleinement et rapidement les éventuelles recommandations formulées. Une telle démarche serait parfaitement conforme aux principes reconnus des arrangements concernant la dette.

Il ne servira à rien d'augmenter les transferts nets de ressources par le biais d'un allègement de la dette si, parallèlement, une politique nationale visant à accroître la faible productivité et à réduire la forte dépendance à l'égard d'un petit nombre de matières premières n'est pas adoptée. L'augmentation des investissements dans les activités primaires et secondaires ainsi que dans les secteurs public et privé est une condition nécessaire - mais pas forcément suffisante - à l'accélération des changements structurels et à la croissance de la productivité. Bien que ce point de vue soit de plus en plus partagé, l'analyse effectuée dans le présent *Rapport* donne à penser que les politiques actuelles d'ajustement structurel ont peu de chances d'aboutir à ces résultats.

Le plus inquiétant dans les réformes menées en Afrique subsaharienne est qu'elles n'ont pas réussi à entraîner jusqu'à présent une reprise de l'investissement : celui-ci a représenté 17 % du PIB en moyenne en 1995-1997, soit un taux à peine supérieur à celui du début des années 90, mais bien inférieur à celui des autres régions en développement. C'est surtout l'investissement public qui a fait les frais de l'ajustement, mais l'investissement privé n'a pas, comme on aurait pu le supposer en toute bonne logique, comblé le vide créé. En effet, l'investissement privé, en pourcentage du PIB, a été inférieur au niveau des années 70.

Une raison importante des mauvais résultats économiques enregistrés est le dérapage constaté dans la mise en oeuvre des programmes. Une autre est les programmes élaborés ne s'attaquent pas au problème de la dette et n'apportent pas les financements extérieurs voulus. Mais la plus importante est que les contraintes structurelles et les lacunes institutionnelles, qui, de l'avis général, empêchent les marchés de fonctionner de manière efficace et de répondre positivement aux incitations privées, sont des obstacles souvent ignorés. Il arrive ainsi qu'une politique de "juste prix" soit privilégiée alors même que certains des agents et des institutions clefs d'une économie de marché moderne sont sous-développés ou totalement absents. Il convient de noter, une fois de plus, qu'il n'est pas possible de libéraliser les marchés de produits et de facteurs à un rythme approprié sans procéder, au préalable, à des réformes institutionnelles. Dans le cas contraire, le résultat est malheureusement facile à prévoir : instabilité accrue des prix essentiels et incapacité de produire les incitations voulues. Même lorsque des incitations existent, les contraintes structurelles et les lacunes institutionnelles les empêchent d'entraîner une forte augmentation de l'offre :

- C'est essentiellement en raison d'une mauvaise évaluation des facteurs entravant la production que la libéralisation des marchés agricoles s'est traduite par une faible augmentation de l'offre. Les faits donnent fortement à penser que les hypothèses concernant l'imposition des producteurs agricoles par le biais de la politique des prix, qui sous-tendent les réformes, ne sont pas totalement fondées. Les agriculteurs africains

sont parfois lourdement taxés par rapport à des exportateurs plus prospères d'autres régions, mais ce n'est pas le cas pour tous les produits ni dans tous les pays;

- La libéralisation des produits agricoles ne s'est pas accompagnée d'un renforcement des incitations par les prix. Les termes de l'échange ont généralement été plus défavorables aux agriculteurs dans les pays qui se sont efforcés de lier leurs prix aux prix mondiaux. La privatisation de la commercialisation n'a pas entraîné une augmentation de la part des prix à l'exportation revenant aux producteurs, essentiellement parce que les marchés sont imparfaits et sous-développés;
- La suppression des offices de commercialisation a eu tendance à accroître les lacunes institutionnelles, les organismes privés étant généralement incapables de reprendre bon nombre de fonctions précédemment assurées par ces offices;
- La libéralisation financière a souvent été entreprise sans que l'on veille, au préalable, à instaurer des conditions propices : degré élevé de stabilité des prix, grande rigueur budgétaire, solidité des institutions financières, bonne gestion financière des entreprises, forte capacité des marchés financiers et réglementation prudentielle efficace. D'où des taux d'intérêt élevés et instables, des cessations de paiement généralisées, une augmentation rapide de la dette publique interne et une instabilité budgétaire;
- Certes, il fallait que les taux de change soient plus réalistes et plus flexibles, mais le mouvement est allé trop loin. Les taux de change sont ainsi devenus extrêmement instables parce que fixés par des marchés très étroits. Cette instabilité a été exacerbée par des accords aboutissant à la libéralisation de facto des opérations en capital;
- Les réformes de politique commerciale ont été davantage inspirées par la notion théorique d'incitation neutre, objectif qui doit être atteint par le biais de tarifs douaniers peu élevés et uniformes, que par le pragmatisme. De plus, les réformes tarifaires n'ont pas toujours été étayées par des mécanismes appropriés d'aide à l'exportation et à l'investissement. En conséquence, alors que les exportations et les investissements sont parfois trop lourdement imposés, il arrive que les importations d'articles de luxe bénéficient d'un traitement de faveur. Les nombreuses exemptions de droits de douane, la contrebande de grande envergure et les réductions tarifaires pénalisent des entreprises locales qui pourraient constituer le socle d'une industrie davantage tournée vers l'exportation.

Il est temps de repenser les politiques en s'attaquant directement aux contraintes structurelles et aux lacunes institutionnelles dont pâtiennent les économies africaines. Il faudrait tirer des leçons de l'expérience des pays qui ont réussi à se développer en Afrique et ailleurs, se concentrer sur l'accumulation de capital, et promouvoir et renforcer les institutions nécessaires à la mise en place d'une économie de marché efficace.

Les gouvernements devraient élaborer leur politique en tenant compte du fait que, dans un système d'économie de marché, l'accumulation de capital est étroitement liée à la consolidation des droits de propriété et à l'émergence d'une classe d'entrepreneurs locaux forte, dynamique et désireuse d'investir. Pour qu'une politique de développement fondée sur les mécanismes du marché réussisse, il faut surmonter les craintes de voir cette classe disputer le pouvoir économique aux élites dirigeantes.

S'il n'existe pas de recette universelle, quelques principes généraux valables pour l'Afrique peuvent être définis, compte tenu des imperfections des marchés et de l'instabilité des conditions économiques de la région :

- Comme ailleurs, l'investissement privé doit être accompagné d'investissements publics complémentaires dans l'infrastructure physique et les ressources humaines. Le sous-investissement, notamment l'insuffisance des apports publics, est le principal obstacle à un développement agricole durable en Afrique. La modicité des dépenses publiques consacrées à l'agriculture contribue plus que la politique des prix au déséquilibre en faveur des villes. Le niveau actuel de l'investissement public - moins de 5 % du PIB - est à peine suffisant pour permettre le développement;
- Les mauvais résultats enregistrés par de nombreux offices de commercialisation et caisses de stabilisation ne veulent pas dire que ces organismes ont perdu leur utilité. Certains des besoins qu'ils étaient censés satisfaire peuvent maintenant être pris en charge par le secteur privé, mais les pouvoirs publics doivent rester présents dans plusieurs domaines du commerce des produits de base tels que le financement, la

gestion des risques, la promotion des marchés et la fourniture d'infrastructures et de services qui ont peu de chances d'être assurés par d'autres. De nombreux arguments militent donc en faveur d'un pluralisme institutionnel dans le cadre duquel des offices de commercialisation et des caisses de stabilisation réformés et dépolitisés cohabiteraient avec des organisations privées, des organismes paraétatiques et des coopératives;

- Il serait plus pragmatique d'envisager de nouveau une certaine austérité financière, avec une réglementation des taux d'intérêt, et la mise en place d'institutions qui mobiliseraient l'épargne intérieure, dirigeraient les crédits vers l'investissement et répondraient aux besoins divers des petites et moyennes entreprises des secteurs primaire et secondaire;
- Sur un continent où les pays cherchent à faire des exportations le moteur de leur croissance, le taux de change est une variable trop importante pour être livrée à la loi de marchés peu actifs et instables ou aux caprices des mouvements de capitaux. Sa gestion exige notamment une réglementation et des contrôles analogues à ceux décrits plus haut. La libéralisation des opérations en capital a peu de chances de faire revenir les capitaux fugitifs qui, selon certaines estimations, représentent 70 % de la richesse privée non foncière dans les pays subsahariens. Ces capitaux semblent constitués surtout de deniers publics détournés illicitement, plutôt que de revenus industriels et commerciaux à la recherche de stabilité économique ou de rendements élevés à l'étranger. La modification de la réglementation bancaire des pays développés où ces capitaux sont dissimulés pourrait avoir des résultats positifs à cet égard;
- La marginalisation de l'Afrique subsaharienne dans le commerce mondial est due au fait que les pays ont du mal à augmenter leur capacité de production, plutôt qu'à un refus d'ouverture. Étant donné les lacunes constatées au niveau de l'offre, il est souhaitable de procéder à une libéralisation progressive des échanges commerciaux. Il faudrait également mettre en place un régime commercial différencié - secondé par des mécanismes de ristourne des droits de douane et de rétention des recettes d'exportation, par exemple - qui permette aux exportateurs d'avoir facilement accès aux intrants aux prix mondiaux, qui stimule l'investissement et qui décourage la consommation d'articles de luxe. La protection des industries naissantes et l'adoption de politiques industrielles favorisant la formation et le perfectionnement des compétences dans les entreprises locales se justifient tout autant aujourd'hui dans les pays d'Afrique subsaharienne que dans tous les pays qui se sont développés tardivement au XX<sup>e</sup> siècle. Bien que les Accords de l'OMC aient réduit la marge de manoeuvre des pays pour certaines politiques, des stratégies sélectives peuvent encore être suivies et les exemptions prévues dans ces accords concernent la plupart des pays africains. Il reste que toute aide doit être limitée dans le temps et étroitement liée à des critères de résultat.

L'exemple des pays qui ont réussi à enclencher un processus de croissance économique durable, fondé sur l'interaction dynamique de l'investissement et des exportations dans le secteur primaire, incite à l'optimisme quant aux chances de l'Afrique subsaharienne. De vastes possibilités s'offrent à la plupart des pays de la région et ceux-ci devraient d'abord s'employer à les exploiter. Comme le montre l'expérience positive des pays d'Amérique latine et d'Asie de l'Est riches en ressources, à ce stade précoce de la promotion des exportations et de l'accumulation de capital, les mesures à prendre sont moins astreignantes et peuvent donner des résultats rapidement. Ces pays sont parvenus à susciter une croissance forte et soutenue des exportations et de la production après plusieurs années d'instabilité et de stagnation économiques, alors qu'au départ ils n'étaient pas forcément en meilleure posture que l'Afrique aujourd'hui.

Après une bonne dizaine d'années de réformes menées en Afrique subsaharienne en partant du principe que les carences de l'Etat étaient beaucoup plus graves que celles du marché, la nécessité d'assurer la complémentarité de ces deux acteurs est de plus en plus évidente. Mais il ne faudrait pas pour autant que la prise de conscience des imperfections du marché amène à s'imaginer que l'Etat est infaillible. En Afrique, l'appareil étatique doit impérativement être réformé s'il veut à nouveau jouer son rôle dans le développement. Il s'agit d'une lourde tâche et ce n'est qu'au niveau national que peut être élaboré un programme global de réformes institutionnelles qui aura d'autant plus de chances de réussir que chaque pays en assumera la paternité. De manière générale, les gouvernements doivent conférer à cette démarche une portée nationale. Il est particulièrement urgent d'accroître l'efficacité, la motivation et la rémunération de la fonction publique. En même temps, il faut instaurer une relation de confiance et de partenariat plus poussée entre l'Etat et les acteurs privés.

L'instabilité politique liée à l'atomisation du tissu social, en particulier sur le plan ethnique, n'est pas un problème propre à l'Afrique. Même si les minorités sociales et ethniques y sont très nombreuses, la discrimination



y est moins forte que dans la plupart des autres régions. Les efforts déployés depuis l'indépendance afin de constituer des coalitions politiques multi-ethniques ont cependant coûté très cher sur le plan économique. L'expérience de certains pays d'Asie de l'Est montre qu'il est possible de trouver un équilibre social et politique tout en accélérant la croissance.

Les pays africains devraient renforcer leurs liens économiques à l'échelon régional, à l'image de ce qu'ils ont déjà commencé à faire sur le plan politique. Il faut tout particulièrement veiller à instaurer une division du travail qui entraîne des relations commerciales et des flux d'investissement entre des nations ayant des niveaux de développement différents. Bien qu'il ait augmenté, le commerce intrarégional reste peu actif en Afrique subsaharienne. Toute progression, même faible, de ce commerce peut cependant contribuer à développer les capacités d'exportation et déclencher ainsi une dynamique régionale de croissance en soulageant la balance des paiements et en permettant aux exportateurs africains de faire leurs preuves avant de devenir compétitifs sur le marché mondial.

Le Secrétaire général de la CNUCED  
*Rubens Ricupero*

**RAPPORT SUR LE COMMERCE ET LE DÉVELOPPEMENT, 1998**

Rapport du secrétariat de la Conférence des Nations Unies  
sur le commerce et le développement

UNCTAD/TDR/1998		Avant-propos Table des matières Notes explicatives Abréviations Aperçu général
UNCTAD/TDR/1998 (Vol.I)	<b>Première partie</b>  Chapitre I  Chapitre II  Annexe au chapitre II	<b>L'instabilité financière internationale et l'économie mondiale</b>  L'économie mondiale : évolution et perspectives  Répercussions commerciales de la crise est-asiatique  Impact de la crise asiatique sur certains produits de base
UNCTAD/TDR/1998 (Vol.II)	Chapitre III  Annexe au chapitre III  Chapitre IV	L'instabilité financière internationale et la crise est-asiatique  Trois crises financières de l'après-Bretton Woods  Gestion et prévention des crises financières

UNCTAD/TDR/1998 (Vol.III)	<b>Deuxième partie</b>  Introduction  Chapitre I  Chapitre II	<b>Le développement de l'Afrique : une approche comparative</b>  Croissance économique et développement en Afrique  Rôle, structure et résultats de l'agriculture
UNCTAD/TDR/1998 (Vol.IV)	Chapitre III  Chapitre IV  Chapitre V	Politiques, prix et production agricoles  Commerce, industrie et accumulation  Défis politiques et réforme institutionnelle

Première partie

L'INSTABILITÉ FINANCIÈRE INTERNATIONALE ET L'ÉCONOMIE MONDIALE

## Chapitre I

### L'ÉCONOMIE MONDIALE : ÉVOLUTION ET PERSPECTIVES

#### A. Tour d'horizon

##### 1. Production mondiale

La crise en Asie de l'Est a éclaté alors que l'économie mondiale connaissait, par ailleurs, des dysfonctionnements et des déséquilibres. Avant la crise, la croissance mondiale était nourrie par l'expansion économique enregistrée aux Etats-Unis et en Asie de l'Est. A l'exception notable de la Chine et de la Province chinoise de Taïwan, les pays à forte croissance d'Asie de l'Est et les Etats-Unis d'Amérique étaient les principaux moteurs de la demande mondiale et accusaient d'importants déficits extérieurs financés par les entrées de capitaux privés. Dans presque tous les pays industriels, excepté les Etats-Unis et le Royaume-Uni, les exportations ont été à l'origine de l'accélération de la croissance, notamment au Japon et en Europe continentale, où la demande intérieure était atone en raison de politiques budgétaires restrictives. Ces disparités se sont traduites par une instabilité accrue des taux de change et par l'aggravation des déséquilibres commerciaux, des excédents importants étant accumulés par les pays d'Europe occidentale et le Japon.

En Asie de l'Est, les tentatives d'ajustement des taux de change et de réduction des déficits extérieurs visant à maintenir une croissance forte ont eu l'effet inverse de celui escompté : elles n'ont réussi à éliminer ou à réduire les déficits qu'au détriment de la croissance. La crise en Asie de l'Est a ainsi accentué le décalage entre l'offre et la demande mondiales, exacerbant les déséquilibres commerciaux et l'instabilité des monnaies. La politique adoptée face à cette situation n'a rien fait pour atténuer les risques que les déséquilibres en question faisaient peser sur les échanges internationaux et la croissance mondiale; au contraire, elle a plutôt eu tendance à les accroître.

La crise asiatique n'a pas eu, en 1997, d'influence directe sensible sur l'évolution de l'économie mondiale, bien que le taux de croissance des pays d'Asie de l'Est ait fortement chuté au dernier trimestre de l'année. Le ralentissement économique enregistré en Asie et en Afrique a été plus que compensé par l'accélération de la croissance dans d'autres pays et régions. En 1997, la production mondiale a légèrement augmenté par rapport à 1996, atteignant un taux de croissance de 3,2 % (tableau 1), tandis que l'inflation restait basse dans la plupart des pays, évoluant à des niveaux oubliés depuis les années 50 - grâce en grande partie à la baisse continue des prix des produits de base, en particulier du cours du pétrole.

Dans les pays développés à économie de marché, le taux de croissance a atteint 2,7 % en 1997 - résultat à peine supérieur à celui de 1996 - grâce principalement à une accélération de la croissance aux Etats-Unis. L'amélioration de la situation économique dans l'Union européenne (UE), où les grands pays avaient éprouvé des difficultés à amorcer une reprise soutenue, a également joué un rôle. Les exportations sont restées le principal moteur de la demande dans l'UE, bien que l'investissement ait commencé à se redresser dans plusieurs pays. En revanche, le taux de croissance a continué d'évoluer en dents de scie au Japon, passant de 3,9 % en 1996 à moins de 1 % en 1997.

Tableau 1

**PRODUCTION MONDIALE, 1990-1998**  
(Variations en pourcentage)

Région/pays	1990-1995	1996	1997 <u>a/</u>	1998 <u>b/</u>
Monde	1,9	3,0	3,2	2,0
Pays développés à économie de marché	1,7	2,5	2,7	1,8
dont :				
Etats-Unis	2,3	2,8	3,8	2,3
Japon	1,4	3,9	0,9	-1,3
Union européenne	1,3	1,7	2,5	2,6
dont :				
Allemagne	1,7	1,4	2,2	2,3
France	1,1	1,5	2,4	2,5
Italie	1,1	0,7	1,5	2,2
Royaume-Uni	1,2	2,2	3,3	2,1
Pays en transition	-8,2	-1,6	1,4	2,2
Pays en développement	4,9	5,9	5,4	2,3
dont :				
Amérique latine	3,3	3,6	5,2	3,1
Afrique	1,1	4,6	3,3	3,7
Asie	6,4	7,1	5,9	1,8
dont :				
Chine	12,4	9,6	8,8	6,0
Autres pays	5,1	6,4	5,0	0,5
<b>Pour mémoire :</b>				
Pays en développement à l'exclusion de la Chine	4,0	5,3	4,9	1,7

Source : Calculs effectués par le secrétariat de la CNUCED, à partir de données exprimées en dollars de 1990.

a/ Estimations.

b/ Prévisions.

Pour les pays en transition d'Europe centrale et orientale, 1997 a été la toute première année depuis 1989 où l'ensemble de la région a connu une croissance positive, bien que des écarts importants aient encore été enregistrés entre les pays. Le recul de l'économie russe a semblé tirer à sa fin, même si l'effet de contagion de la crise asiatique l'empêchera probablement de connaître une expansion notable. En 1997, l'augmentation de la production n'a été en moyenne que d'un peu plus de 1 %, mais elle traduit une amélioration sensible par rapport à la baisse de près de 2 % enregistrée en 1996.

Contrairement à ce qui s'est passé dans les pays développés et dans les pays en transition, la croissance a ralenti dans l'ensemble des pays en développement en 1997, en partie à cause des turbulences financières en Asie de l'Est. Elle est toutefois demeurée largement supérieure (5,4 %) aux taux de croissance des deux premiers groupes de pays. La croissance s'est essoufflée en Chine, mais le fléchissement a été encore plus prononcé dans les pays d'Asie touchés par la crise financière. En Afrique aussi, le taux de croissance a fortement chuté, celle-ci permettant tout juste de faire face à l'accroissement de la population. Cette évolution s'explique par la baisse des prix des produits de base et par de mauvaises conditions climatiques ainsi que par la persistance de la guerre civile dans certains pays. A l'inverse des autres régions en développement,

L'Amérique latine a enregistré en 1997 ses meilleurs résultats économiques depuis un quart de siècle. L'essor continu des exportations et la forte reprise de l'investissement ont entraîné une accélération de la croissance, qui a atteint 5,2 % en 1997, tandis que l'objectif de stabilité des prix était consolidé par la diminution de l'inflation.

## 2. Commerce mondial

En volume, les exportations mondiales ont enregistré un rebond spectaculaire en 1997, leur croissance atteignant 9,5 % après avoir ralenti entre 1995 (9 %) et 1996 (5 %) (tableau 2); leur progression en valeur a été trois fois moins importante. En conséquence, le décalage apparu au cours des dernières années entre la croissance du commerce mondial et celle de la production mondiale s'est encore accentué. La progression plus forte que prévue des exportations mondiales en volume est la plus élevée depuis plus de 20 ans après le taux record de 10 % enregistré en 1994, qui a presque été réédité. A l'exception des exportations africaines et des importations chinoises, on a assisté à une accélération générale, à des degrés divers, de l'expansion en volume des exportations et des importations des pays et des régions. Les importations des pays d'Amérique latine, en particulier, ont augmenté de plus de 21 % en raison de la forte hausse du PIB tandis que les exportations progressaient de 12,5 %. Pour la même raison, les exportations comme les importations en volume des Etats-Unis ont enregistré une croissance à deux chiffres (12 %). Il faut également signaler que les exportations de l'UE ont augmenté plus rapidement que les importations tandis que les pays en transition connaissaient une évolution inverse.

Un fait particulièrement marquant de l'année 1997 a été le redressement des exportations en volume du Japon et d'autres pays asiatiques, surtout de la Chine, où celles-ci ont augmenté de plus de 20 % après avoir diminué de 1 % l'année précédente. Au Japon, en Chine et en Asie du Sud et de l'Est, le taux de croissance des exportations a été supérieur à celui des importations. Et malgré la contraction du PIB au Japon et dans les pays touchés par la crise financière, les importations de tous les pays en développement d'Asie, à l'exception de la Chine, ont légèrement progressé.

Les prévisions pour 1998 vont dans le sens d'un ralentissement de l'expansion du commerce mondial. Les incertitudes sont toutefois nombreuses, notamment quant à l'éventualité d'une reprise tirée par les exportations en Asie. Dans les pays asiatiques les plus touchés, la forte baisse des taux de change effectifs réels et l'existence de capacités de production inutilisées, conjuguées à des données économiques fondamentales satisfaisantes et à de bons antécédents, plaident en faveur d'une reprise modérée tirée par les exportations. Il existe toutefois des facteurs négatifs tels que la hausse des coûts d'importation ainsi que l'ampleur de la crise de liquidité et du resserrement du crédit. On observe actuellement dans ces pays un recul plus accusé des importations et l'absence d'augmentation sensible des exportations. Si l'évolution des importations était peut-être prévisible au vu des épisodes précédents de forte dévaluation, où les importations avaient d'abord diminué avant de s'accroître, celle des exportations ne semble pas correspondre au scénario habituel d'une reprise rapide qui se poursuivrait pendant trois ans environ après la dévaluation.

Tableau 2

**EXPORTATIONS ET IMPORTATIONS PAR GRANDES RÉGIONS ET GROUPEMENTS  
ÉCONOMIQUES, 1995-1997**

(Variations en pourcentage du volume par rapport à l'année précédente)

	1995	1996	1997
<b>Exportations</b>			
Monde	9,0	5,0	9,5
Pays développés à économie de marché	7,6	4,2	8,8
dont :			
Japon	4,0	-0,5	9,5
Etats-Unis	8,7	6,3	11,9
Union européenne	8,5	4,0	8,0
Pays en transition	17,5	7,5	11,0
Pays en développement	11,5	6,0	11,5
dont :			
Afrique	5,0	7,0	5,5
Amérique latine	12,0	11,0	12,5
Asie du Sud et de l'Est	13,0	6,5	10,5
Chine	17,5	-1,0	20,5
<b>Pour mémoire:</b>			
Six économies importantes d'Asie de l'Est <u>a/</u>	14,5	6,5	10,0
<b>Importations</b>			
Monde	9,0	5,0	9,0
Pays développés à économie de marché	8,2	3,8	7,9
dont :			
Japon	12,5	2,0	2,5
Etats-Unis	7,0	5,7	12,0
Union européenne	7,5	2,5	6,5
Pays en transition	17,0	14,5	16,0
Pays en développement	11,0	6,5	10,0
dont :			
Afrique	6,5	0,5	11,5
Amérique latine	3,0	11,5	21,5
Asie du Sud et de l'Est	15,5	5,5	6,5
Chine	9,0	7,0	5,0
<b>Pour mémoire:</b>			
Six économies importantes d'Asie de l'Est <u>a/</u>	15,5	4,5	5,5

Source : Communiqué de presse de l'OMC, 19 mars 1998, tableau 2; estimations du secrétariat de la CNUCED.

a/ Hong-kong (Chine); République de Corée; Malaisie; Singapour, Province chinoise de Taïwan, Thaïlande.



La crise a des effets très variables dans les pays les plus gravement touchés et risque de se propager, par le biais de différents mécanismes, à d'autres pays et à l'ensemble de l'économie mondiale. Les cinq pays d'Asie les plus touchés (Indonésie, Malaisie, Philippines, République de Corée, Thaïlande) ne comptent que pour une part relativement modeste dans l'activité économique mondiale. En 1996, par exemple, ils représentaient 3,6 % de la production, environ 7 % des exportations et des importations, 6 % des entrées d'IED, 4 % du stock d'IED et moins de 4 % du montant brut des prêts bancaires internationaux. En termes de flux commerciaux, leur part dans les exportations ou importations des pays d'autres régions était inférieure à 10 %. Elle était de 2,5 % dans celles des pays de l'Union européenne, mais de 8,5 % environ dans celles des États-Unis. Il est donc peu probable qu'une nette dégradation des résultats économiques de ces cinq pays ait des répercussions importantes sur le commerce et la croissance des pays d'autres régions.

Ces cinq pays sont néanmoins un élément clef du réseau d'échanges et d'investissements de la région. Leur part dans les exportations du Japon, de la Chine et de Singapour, par exemple, est bien plus élevée que celle des États-Unis, et ils commercent également beaucoup entre eux. La crise a des conséquences graves pour tous les pays de la région qui, dans leur ensemble, ont fortement contribué, ces dernières années, à l'expansion de la production et du commerce dans le monde. C'est pourquoi les incidences de la crise sur les échanges internationaux risquent d'être beaucoup plus lourdes que ne le laisserait supposer l'importance relative des pays touchés par la crise financière dans l'économie mondiale (pour une analyse détaillée, voir le chap. II).

### 3. Produits de base

En 1997, alors que les prix des produits primaires autres que le pétrole sont restés stables par rapport à l'année précédente, ceux du pétrole et des articles manufacturés ont chuté de quelque 6 % (tableau 3). Derrière la stabilité apparente des prix des produits de base hors pétrole se cachait une forte hausse des prix des produits tropicaux destinés à la préparation de boissons et une chute des prix des matières brutes d'origine agricole. Bien que les prix des produits ayant beaucoup souffert des dégâts causés par les conditions climatiques défavorables liées au phénomène El Niño aient augmenté, la tendance générale des prix des produits de base était à la baisse. De 1985 à 1997, le prix des produits primaires autres que le pétrole considérés globalement a tout juste progressé de 2,2 % par an en dollars courants, ce qui correspond à une baisse annuelle de 0,5 % en valeur réelle. Celle-ci a été particulièrement sensible pour les principaux produits tropicaux destinés à la préparation de boissons (café, cacao et thé) et pour certains métaux (notamment l'étain et le tungstène). Bien qu'ils se soient redressés tant en valeur nominale qu'en valeur réelle au cours des années 90, les prix des produits de base hors pétrole restent relativement bas.

Il convient de noter l'absence apparente de corrélation entre les prix des produits de base et la demande industrielle dans le cycle actuel. Les prix des matières brutes d'origine agricole, par exemple, ont baissé de 10 % environ en 1997 malgré une croissance de 2,7 % du PIB des pays développés. Par contre, lorsque le PIB de ces pays a crû de 3 % en 1994, les prix des matières brutes d'origine agricole ont progressé de 14,6 %. S'il est vrai que l'offre était très abondante pour certains produits (le sucre, par exemple), la relative faiblesse de l'inflation dans les pays développés a eu un effet dissuasif sur l'achat

Tableau 3

**PRIX MONDIAUX DES PRODUITS DE BASE, 1995-1998**  
(Variation en pourcentage par rapport à l'année précédente)

<i>Groupe de produits</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>	<i>1997</i>	<i>avril 1998 a/</i>
<b>Tous produits b/</b>	<b>9,9</b>	<b>-4,2</b>	<b>0,0</b>	<b>-4,5</b>
<b>Produits alimentaires et boissons</b>	<b>4,5</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>-6,9</b>
Produits tropicaux destinés à la préparation de boissons	1,1	-15,2	33,3	-11,5
Café	0,7	-19,1	54,7	-15,3
Cacao	2,7	1,2	11,2	-0,6
Thé	-10,3	8,8	25,8	15,5
Denrées alimentaires	5,9	6,8	-4,0	-6,1
Sucre	10,8	-9,9	-4,9	-25,1
Boeuf	-31,2	-6,4	4,0	-3,1
Maïs	15,5	25,0	-25,3	-9,5
Blé	18,5	16,2	-22,6	-8,9
Riz	-10,1	5,0	-10,7	17,8
Bananes	0,1	7,5	4,3	49,3
<b>Graines oléagineuses et huiles végétales</b>	<b>10,3</b>	<b>-4,2</b>	<b>-0,9</b>	<b>9,7</b>
<b>Matières brutes d'origine agricole</b>	<b>15,0</b>	<b>-9,9</b>	<b>-10,3</b>	<b>-2,5</b>
Cuirs et peaux	4,3	-23,7	-19,8	-10,5
Coton	22,3	-17,4	-1,5	-13,3
Tabac	-11,2	15,6	15,5	-1,3
Caoutchouc	38,6	-11,9	-28,3	1,0
Grumes de bois tropicaux	5,4	-20,1	-5,5	-2,0
<b>Minéraux, minerais et métaux</b>	<b>20,2</b>	<b>-12,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,7</b>
Aluminium	22,3	-16,6	6,2	-7,3
Phosphates naturels	6,1	8,6	7,9	0,0
Minerai de fer	5,8	6,0	1,1	2,8
Etain	13,7	-0,8	-8,4	3,6
Cuivre	27,2	-21,8	-0,8	2,2
Nickel	29,8	-8,8	-7,6	-9,3
Minerai de tungstène	49,6	-17,9	-9,3	0,0
<b>Pétrole brut</b>	<b>9,3</b>	<b>20,8</b>	<b>-6,0</b>	<b>-21,4</b>
<b>Pour mémoire :</b>				
<b>Articles manufacturés c/</b>	<b>11,1</b>	<b>-3,6</b>	<b>-5,7</b>	<b>..</b>

Source : CNUCED, *Bulletin mensuel des prix des produits de base*, diverses livraisons; Nation statistique, diverses livraisons.

a/ Evolution depuis décembre 1997.

b/ Non compris le pétrole brut.

c/ Indice de la valeur unitaire des exportations d'articles manufacturés des pays développés

spéculatif de produits de base, tout comme la forte appréciation du dollar en 1996 et 1997 après une période de relative stabilité dans la première moitié des années 90.

La baisse des prix du pétrole en 1997 a commencé plus tard que celle de la plupart des autres produits primaires. Au ralentissement de la demande dans un certain nombre de pays touchés par la crise asiatique se sont ajoutés d'autres facteurs pour expliquer cette évolution : la demande de fioul domestique a diminué en raison d'un hiver exceptionnellement doux dans l'hémisphère nord

alors que l'offre augmentait de manière notable - en particulier celle des pays membres de l'OPEP, où un relèvement de 10 % des quotas de production a été approuvé en novembre 1997 - et que les stocks de pétrole brut et de produits pétroliers grossissaient par rapport à l'année précédente à tous les stades de la chaîne de commercialisation.

Si les prix des produits de base d'origine agricole se sont à peu près stabilisés, quoique à des niveaux inférieurs à ceux enregistrés au milieu de l'année 1997, les prix de la plupart des métaux et celui du pétrole ont continué de baisser jusqu'en avril 1998. Les difficultés des marchés de produits de base ont été aggravées par les conséquences néfastes de la crise asiatique. De juin 1997 à avril 1998, les prix des produits primaires autres que le pétrole ont diminué en moyenne de 10,6 %, ceux des matières brutes d'origine agricole (-12 %) et des métaux (-17,3 %) ayant davantage fléchi que ceux des produits alimentaires et des boissons (-10,1 %). Parallèlement, le cours du pétrole a chuté de 24,6 %. Ces baisses étaient dues, dans une large mesure, à la crise asiatique, notamment pour le cuivre, le nickel et le caoutchouc naturel. De nombreux pays asiatiques à forte croissance sont devenus des débouchés importants pour une large gamme de produits de base - produits alimentaires chers, matières brutes d'origine agricole, métaux et combustibles - fournis par d'autres pays en développement. Nombre d'entre eux sont également des producteurs importants de matières premières. Les cinq pays d'Asie les plus touchés sont eux-mêmes des exportateurs de premier plan pour toute une série de produits alimentaires et de matières brutes d'origine agricole : graines oléagineuses et huiles végétales, café, bananes, thé, fèves de cacao, caoutchouc naturel, étain, cuivre, etc.

S'il est vrai que la baisse des cours du pétrole profitera aux pays en développement importateurs, quelque 25 pays en développement tirent 20 % au moins de leurs recettes en devises de l'exportation de pétrole. De même, le fléchissement des prix des produits de base en général contribuera à faire baisser l'inflation dans les pays développés, mais il aura des conséquences néfastes pour un grand nombre de pays en développement fortement tributaires de leurs recettes d'exportation de produits de base (pour une analyse plus détaillée, voir chap. II).

#### B. Résultats économiques et perspectives à court terme, par région

Les répercussions de la crise asiatique sont la principale cause du ralentissement escompté de l'économie mondiale en 1998. A mesure que les effets des turbulences asiatiques se sont fait sentir, les prévisions établies pour 1998 par des organismes internationaux et nationaux ainsi que par d'autres institutions ont été continuellement revues à la baisse (voir également encadré 1). C'est ainsi, par exemple, que le FMI a ramené sa prévision de croissance de la production mondiale pour 1998 de 4,3 % dans ses *Perspectives de l'économie mondiale* d'octobre 1997 à 3,5 % dans son *Interim Assessment* de décembre de la même année. Le taux a été une nouvelle fois révisé dans les *Perspectives de l'économie mondiale* de mai 1998 et ramené à 3,1 %. Des révisions continuelles à la baisse de cette ampleur en l'espace de quelques mois témoignent de l'importance des événements d'Asie pour la croissance mondiale et des incertitudes quant à la gravité de la crise et l'efficacité des politiques adoptées pour y faire face. Les révisions à la baisse des prévisions de croissance du PIB ont été plus importantes pour les pays en développement que pour les pays développés. On s'attend en effet que les pays en développement seront davantage touchés par l'évolution défavorable des quantités et des prix

dans les échanges commerciaux que les pays développés. En outre, un certain nombre de pays en développement réagissent face à la crise en prenant des mesures préventives de resserrement monétaire et budgétaire destinées à maintenir la confiance des marchés et à réduire leur vulnérabilité à une interruption des entrées de capitaux.

1. Pays développés à économie de marché

a) Etats-Unis

Actuellement dans sa huitième année de croissance, l'économie américaine devrait normalement être considérée comme se trouvant dans la dernière phase d'un cycle d'expansion prolongé, où la croissance de la production devrait se ralentir. Or elle a encore progressé d'un point de pourcentage pour atteindre 3,8 % en 1997, sous l'effet d'une forte demande dans le secteur privé. La demande intérieure a progressé plus rapidement encore, mais en raison de l'évolution défavorable de la balance des opérations courantes, la production a continué d'augmenter plus lentement que la demande intérieure. Le solde des opérations avec l'extérieur a été fortement influencé par la tendance soutenue à l'appréciation du dollar : en valeur effective réelle, le taux de change du dollar a atteint son niveau le plus élevé depuis 1986. La croissance a également été freinée par une nouvelle augmentation de l'excédent budgétaire.

En dépit d'une croissance dépassant largement les estimations officielles du potentiel de la tendance et d'un accroissement graduel des salaires réels, l'inflation a encore diminué en 1997, grâce à la fermeté du dollar et à la baisse des prix du pétrole et d'autres produits de base, ainsi qu'à une amélioration de la productivité. Du fait de la stabilité des taux d'intérêt nominaux depuis le printemps 1997, le recul de l'inflation a entraîné un léger accroissement des taux d'intérêt réels qui a eu également pour effet de freiner l'expansion. La forte croissance et la faible inflation ont continué de favoriser la hausse rapide et continue des actions, malgré les rappels à l'ordre du Président de la Réserve fédérale selon lesquels les marchés devaient se garder de toute euphorie irrationnelle. La forte progression du cours des actions a contribué à améliorer l'équilibre budgétaire en augmentant le produit de l'impôt sur les plus-values. En outre, elle a eu un effet positif sur la croissance en abaissant le coût du capital et en stimulant les dépenses de consommation. Toutefois, les valeurs boursières ont maintenant atteint un niveau où elles s'exposent à de sensibles corrections à court terme ou à être touchées par l'effet de contagion de l'aggravation de la situation économique en Asie de l'Est. Il pourrait en résulter un fléchissement de la demande intérieure par suite de la diminution du patrimoine des ménages et de l'augmentation des coûts financiers, mais de tels effets seraient en partie contre-balançés par une réduction des paiements d'impôts qui nuirait à l'équilibre budgétaire.

Encadré 1

COMPARAISON INTERNATIONALE DES ESTIMATIONS DU PIB

Les difficultés et les limites techniques auxquelles on se heurte dans l'utilisation des statistiques de la comptabilité nationale pour mesurer la croissance économique sont bien connues : ces statistiques représentent uniquement des coûts ou des valeurs économiques, à l'exclusion des coûts ou valeurs sociaux et ne renseignent guère sur la composition de la production, la répartition du revenu ou la qualité de vie. Quand il s'agit de mesurer les variations du niveau d'activité économique dans le temps, d'autres complications surgissent du fait a) de changements dans les définitions utilisées; b) de l'évolution des prix des produits et des services; et c) des variations de la qualité des produits et services disponibles. Selon la période considérée, il y a lieu également de tenir compte de l'évolution des techniques, des ressources, des goûts et des institutions. En outre, on peut utiliser telle ou telle formule d'indice ou de taux de croissance pour calculer les taux de croissance moyens sur une période donnée.

On mesure traditionnellement le PIB réel en calculant la valeur ajoutée dans chaque secteur à l'aide des prix d'une année de référence donnée et en additionnant ces valeurs pour obtenir le PIB total. Cette méthode de l'année de référence fixe est simple à utiliser et donne une mesure du PIB réel qui est égale à la somme de ses composantes, de sorte qu'il est facile d'évaluer l'importance relative de tel ou tel secteur de l'économie. Une telle mesure de la production réelle globale dépend de toute évidence non seulement de la répartition de la production par secteur, mais aussi de la répartition des prix par secteur au cours de l'année de référence. De ce fait, et surtout dans les périodes marquées par de profonds changements structurels, c'est toute l'histoire de la croissance du PIB réel qui est remise en question chaque fois que l'année de référence est modifiée 1/.

Si l'on veut agréger les valeurs pour plusieurs pays en vue d'en tirer les totaux par région ou par groupe de pays, il est nécessaire d'exprimer la valeur de la production de chaque pays dans une monnaie commune. On a coutume d'utiliser à cette fin les taux de change du marché. La série de taux de change utilisée influe non seulement sur le poids relatif de chaque pays, mais aussi sur la valeur en dollars de l'agrégat et donc sur le taux de croissance. Il convient de choisir l'année de référence en évitant les périodes où le taux de change du dollar est anormalement élevé ou celles marquées par d'importants déséquilibres extérieurs : c'est la raison pour laquelle on utilise parfois les moyennes de la période considérée.

Les études disponibles montrent que les taux de change du marché peuvent, pour diverses raisons, ne pas traduire fidèlement le pouvoir d'achat relatif en marchandises nationales d'un pays à l'autre, même quand il s'agit de pays où les taux de change sont uniformes et stables. Cela tient notamment aux bulles spéculatives, aux interventions sur les marchés des changes, à la rapidité d'ajustement asymétrique des marchés de marchandises et d'actifs, aux chocs macroéconomiques et aux écarts sensibles entre les prix relatifs des produits faisant l'objet d'échanges internationaux et ceux des autres produits, qui sont un trait caractéristique de la plupart des pays en développement.

Encadré 1 (suite)

Les études révèlent une tendance des taux de change officiels à minorer le pouvoir d'achat des monnaies nationales dans des proportions relativement plus importantes dans les pays où le PIB par habitant est faible que dans ceux où il est élevé. La conversion du PIB en dollars à l'aide des taux de change du marché dans l'agrégation des données nationales aurait ainsi tendance à minorer la valeur en dollars de la production dans les pays à faible revenu par rapport à celle des pays à revenu élevé. La Chine en fournit un exemple frappant. Bien que sa croissance réelle moyenne pendant la période 1970-1990 ait atteint plus du double de celle de l'économie mondiale, sa part de la production mondiale, calculée sur la base du taux de change du marché, était plus faible en 1990 qu'en 1970 en raison de la forte dépréciation du yuan durant cette période 2/.

Pour répondre à la nécessité d'obtenir des comparaisons internationales de la production plus satisfaisantes, on a mis au point, dans le cadre du projet de comparaison internationale (PCI) 3/ une méthode qui permet de calculer des indices de référence pouvant être utilisés pour convertir en "dollars internationaux" les séries chronologiques du PIB exprimées en dollars constants, de sorte que la production de chaque pays pour chacune des années considérées est exprimée par un ensemble commun de prix internationaux représentant la parité du pouvoir d'achat dans l'année de référence. Afin d'obtenir une mesure plus exacte de la taille relative d'une économie, le FMI a décidé d'utiliser des coefficients de pondération fondés sur les parités de pouvoir d'achat aux fins d'agrèger les PIB de différents pays, ce qui a été fait pour la première fois dans les *Perspectives de l'économie mondiale* de mai 1993. Les pondérations fondées sur les parités de pouvoir d'achat (PPA) ont été tirées des parités de pouvoir d'achat estimatives des PIB calculées dans le cadre du PCI et complétées par des estimations établies par les services de la Banque mondiale et du FMI pour les pays non visés par ce projet.

De telles pondérations fondées sur les parités de pouvoir d'achat et tirées d'estimations de ces parités plutôt que des données relatives aux taux de change, prêtent le flanc à la critique pour un certain nombre de raisons techniques. Le FMI a estimé néanmoins que la distorsion liée aux pondérations fondées sur les PPA était moins grande que celle résultant de pondérations fondées sur les taux de change du marché. Les écarts entre les pondérations du PIB pour 1990, selon que l'on utilise les taux de change tirés d'une moyenne mobile triennale pour 1987-1989, ou les PPA, sont frappants. Les parts des pays industriels et des pays en développement étaient respectivement de 73,2 % et 17,7 % sur la base des taux de change du marché, mais de 54,5 % et 34,4 % en termes de PPA 4/. Parmi les pays industriels, la perte d'importance relative de l'économie japonaise était particulièrement marquée (de 14,6 % à 7,6 %) de même que, dans une moindre mesure, celle de l'économie américaine (de 26,7 % à 22,5 %). Parmi les régions en développement, le gain en importance relative était particulièrement frappant pour l'Asie (de 7,3 % à 17,7 %), du fait en partie du poids plus important de la Chine en termes de PPA.

En ce qui concerne la différence entre les deux méthodes du point de vue de leurs incidences sur la croissance du PIB, l'utilisation de pondérations fondées sur les PPA débouchait logiquement sur une croissance un peu plus forte de l'économie mondiale durant la période 1983-1992 selon les calculs du FMI, notamment pour le groupe des pays en développement. Par contre, l'incidence pour les pays industriels dans leur ensemble était légèrement négative. L'application de la méthode à la période 1993-1995 se traduisait par des taux

Encadré 1 (suite)

annuels moyens de croissance du PIB sensiblement plus élevés non seulement pour l'économie mondiale, mais aussi pour les pays en développement et les pays dans leur ensemble 5/. Dans une comparaison plus récente des pondérations du PIB par pays fondées sur les PPA et de celles tirées de la conversion des moyennes du PIB nominal pour 1992-1996 en dollars à l'aide des taux de change annuels moyens du marché 6/, l'importance relative du Japon tombait de 18,1 % à 9,4 % alors qu'en revanche le poids relatif de la Chine passait de 2,4 % à 11,9 %. Cependant, les pondérations par pays fondées sur les PPA ne sont pas les mêmes que celles données par le FMI, dont il a été question plus haut. On ne voit pas très bien si l'écart résulte de l'utilisation d'une méthode différente d'estimation des PPA ou de l'application d'estimations plus récentes des PPA, ou s'il est dû tout simplement à une différence dans les pays visés.

Les deux méthodes de mesure du PIB réel présentent à l'évidence des avantages et des inconvénients. Peut-être vaut-il mieux ne pas considérer qu'une méthode est supérieure à une autre, mais voir que chacune offre une perception différente de l'évolution économique d'un pays ou d'un groupe de pays. On ne peut attendre de telle ou telle méthode d'agrégation des données pour différents pays qu'elle réponde à tous les besoins. Ainsi, des pondérations fondées sur les PPA ne conviendraient pas, par exemple, pour agréger des données relatives à des échanges internationaux ou à des mouvements de capitaux faisant l'objet de transactions aux taux de change du marché. Il faut donc être prudent quand on compare la croissance du commerce mondial à celle de la production calculé à partir des pondérations tirées des PPA.

Il est clair également que les estimations de la croissance du PIB réel pour une région et une période données peuvent différer quelque peu entre elles d'un organisme à l'autre, et ce pour toute une série de raisons, notamment des différences dans les systèmes de pondération, l'année de référence et les pays visés, même si la base de données est la même. Quand on compare des données émanant de plusieurs sources sur la croissance du PIB au niveau régional ou mondial, il importe d'avoir ces différences présentes à l'esprit.

---

1/ Pour l'économie des Etats-Unis, en raison de la baisse spectaculaire du prix des ordinateurs, le fait de prendre comme période de référence des années plus récentes se traduit par une diminution sensible tant de la part de l'industrie des ordinateurs dans le PIB réel que de sa contribution à la croissance du PIB. Pour éviter de surestimer la croissance de ces dernières années, le Bureau des études économiques du Département du commerce a adopté une méthode de pondération en chaîne pour mesurer la croissance du PIB réel : il a calculé un indice qui est la moyenne géométrique des valeurs fondées sur les prix courants et ceux de l'année précédente. En avançant continuellement la période de référence au lieu d'utiliser une année de référence lointaine, la méthode de pondération en chaîne supprime les problèmes liés à la méthode de l'année de référence fixe. En particulier, le fait de passer de la production d'un produit à celle d'un autre produit dont le prix est à peu près le même ne déforme pas la mesure de la croissance, et l'enregistrement de la croissance sur longue période ne souffre pas d'un changement arbitraire de l'année de référence. La méthode de pondération en chaîne n'est cependant pas exempte de limites ni de défauts. Il n'est pas toujours facile de connaître les prix courants, d'autant qu'ils sont sujets à

Encadré 1 (suite)

révision. En outre, une erreur affectant l'un quelconque des éléments de la chaîne risque de perdurer, et les erreurs de ce genre ont tendance à s'accumuler au fil du temps. Une difficulté plus sérieuse tient au fait que l'addition des composantes du PIB ne correspond plus au total.

2/ Voir *The Economist*, 28 novembre 1992.

3/ Le projet de comparaison internationale (PCI) a été coordonné par l'ONU et appuyé par la Banque mondiale, l'OCDE et d'autres organismes internationaux.

4/ FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, mai 1993, annexe IV, tableau 33.

5/ En ce qui concerne les pays industriels, les deux méthodes donnaient la même croissance de la production en 1995; voir Banque asiatique de développement, *Asian Development Outlook 1994*, Hong-kong (Chine) : Oxford University Press, 1994), p. 229 et 230.

6/ Morgan Guaranty Trust Company, "Measuring the world economy", *World Financial Markets*, New York, 2 janvier 1998, p. 114.

En 1998, le processus d'ajustement en Asie de l'Est devrait accroître de façon appréciable le déficit des paiements des Etats-Unis. Le gonflement des stocks au début de l'année, ainsi qu'un nouvel accroissement de l'excédent budgétaire, qui devrait atteindre 40 milliards de dollars pour l'exercice budgétaire en cours, auront l'un et l'autre pour effet de freiner la croissance. Toutefois, la croissance du PIB des Etats-Unis ne devrait redescendre qu'à 2,3 %, car les retombées négatives de l'Asie de l'Est ont été en partie annulées par la baisse des cours du pétrole et des produits de base qui s'est traduite par une amélioration des termes de l'échange. Après avoir atteint 5,4 % en rythme annuel au premier trimestre, la croissance devrait fortement ralentir au second semestre de l'année. Les signes d'un proche ralentissement de l'économie sont visibles dans la chute des bénéfices des sociétés au dernier trimestre de 1997, où ils ont diminué de 2,3 % par rapport au trimestre précédent. Cette baisse s'est poursuivie à peu près au même rythme au premier trimestre de 1998 et on commence à en percevoir les effets dans l'instabilité accrue des valeurs boursières. Ainsi, bien que les ressorts de la croissance soient relativement robustes, il existe des risques non négligeables liés aux effets négatifs qu'auraient sur la croissance de la demande intérieure une éventuelle correction brutale des valeurs boursières et le freinage provoqué par l'excédent budgétaire et le déficit des comptes extérieurs. Si ces facteurs devaient l'emporter et s'ajouter à une déflation plus profonde en Asie de l'Est, l'économie pourrait connaître un atterrissage plus dur qu'on ne le prévoit actuellement.

b) Japon

La tentative faite pour réduire le déficit budgétaire et les effets de la crise en Asie de l'Est ont mis à mal la reprise fragile de l'économie japonaise intervenue à la fin de l'année 1996 et au début de 1997. La croissance avait été forte au premier trimestre de 1997 du fait d'un accroissement des dépenses de



consommation en prévision du rétablissement de la taxe à la valeur ajoutée. D'où un brusque ralentissement au cours des trimestres suivants, accentué par la faiblesse persistante du système financier qui a entraîné la fermeture de plusieurs grandes banques et maisons de courtage connues. Le recul de la consommation est dû également à une croissance plus lente des salaires nominaux, passée de 3,6 % en rythme annuel au troisième trimestre de 1997 à 1,2 % seulement au premier trimestre de 1998. Cela tient sans doute à une diminution des primes liées aux bénéficiaires, indice de la faiblesse du secteur manufacturier. Tant les investissements des entreprises que les investissements publics s'inscrivaient en baisse à la fin de l'année. En ce qui concerne les seconds, ce recul s'explique par l'absence de mesures spéciales dans le budget de l'Etat, qui a entraîné une forte baisse d'activité dans le secteur du bâtiment et renforcé les tendances déflationnistes. A la différence de 1996, l'économie ne s'est pas redressée au dernier trimestre, car les effets de la crise en Asie de l'Est ont commencé à se faire sentir. Au printemps de 1998, le chômage était passé à 4,1 %, et les importations ont diminué plus rapidement que les exportations, à mesure que l'économie glissait dans la récession.

Fin décembre 1997, les autorités ont annoncé une série de mesures destinées à ramener la confiance, y compris une réduction temporaire des impôts de 2000 milliards de yen et le déblocage de fonds publics représentant 6 % du PIB en vue de protéger les déposants d'institutions en faillite et de recapitaliser les banques affaiblies mais solvables. Comme on craignait que le durcissement des obligations légales de couverture devant être annoncé en avril ne pousse les banques à réduire leurs prêts, il a été proposé d'affecter par le truchement des institutions financières d'Etat, aux petites et moyennes entreprises éprouvant des difficultés à emprunter auprès des banques commerciales, 2,4 % du PIB provenant du programme budgétaire d'investissements et de prêts.

L'augmentation des pressions internationales exercées sur le Japon pour qu'il ait recours à la politique budgétaire en vue de relancer la demande intérieure alors que l'économie entrait en récession, jointe à la faiblesse chronique du yen, a conduit à annoncer en juin 1998 un nouveau train de mesures d'incitation budgétaires, dont une nouvelle réduction temporaire des impôts d'un montant de 2 000 milliards de yen et un accroissement des dépenses totales de travaux publics à 7 700 milliards de yen. Selon des estimations officielles, cet ensemble de mesures devrait se traduire par un accroissement de 2 % du PIB. Alors que les réductions d'impôts seront immédiates, il faudra plus longtemps pour que l'augmentation des dépenses publiques se traduise par une hausse du revenu. L'incidence sur la croissance au cours de l'année entamée sera donc sans doute beaucoup plus faible. En définitive, le succès de ce programme dépendra de la mesure dans laquelle il permettra d'inverser le mouvement de baisse des dépenses privées. Par ailleurs, des initiatives ont été annoncées qui viseront à contraindre les banques à passer leurs créances douteuses par profits et pertes ou à les vendre.

La crise en Asie de l'Est pose un problème particulier au Japon, car la majorité des prêts consentis par les banques de ce pays à l'étranger, ainsi que plus de 40 % de ses exportations de marchandises et 37 % de ses exportations de services sont destinés à cette région. Les cinq pays d'Asie les plus touchés absorbent près de 20 % des exportations japonaises de marchandises et fournissent 16 % des importations (voir également le chapitre II). Le risque d'aggravation de la récession est d'autant plus réel qu'il se conjugue à la faiblesse persistante du secteur financier. En cas d'aggravation de la

récession, il deviendrait plus difficile de liquider les actifs existants devenus encombrants et le problème des prêts non productifs et celui de l'excédent d'actifs s'en trouveraient exacerbés, d'où un nouvel affaiblissement des banques. Une forte baisse d'activité qui mettrait les banques en difficulté entraînerait certainement le rapatriement des actifs en dollars détenus par des institutions financières japonaises, ce qui pèserait sur les taux d'intérêt et les valeurs boursières aux États-Unis, rendrait le service de la dette en Asie de l'Est plus difficile et provoquerait des turbulences sur les marchés mondiaux des changes et des actifs. De plus, étant donné le rôle que joue le Japon comme source d'investissement direct et débouché pour les exportations en provenance du reste de l'Asie, une récession dans ce pays bloquerait toute reprise dans la région. On ne peut pas affirmer que la nouvelle enveloppe de dépenses publiques permettra de relancer durablement la croissance au Japon, car les récentes réductions temporaires d'impôt semblent avoir eu peu d'effet sur les dépenses de consommation.

Dans l'état actuel de l'économie mondiale, le Japon ne peut pas compter sur la demande extérieure pour compenser l'insuffisance de la demande interne. Accroître les exportations nettes en réduisant à la fois les importations et les exportations irait à l'encontre du but recherché. La seule solution qui reste, c'est d'essayer d'accroître les exportations en laissant le yen perdre encore de sa valeur face au dollar, mais un tel choix pourrait lui aussi être contre-productif car le Japon se trouverait concurrencer le reste de l'Asie sur le marché des États-Unis et il en résulterait sans doute de nouvelles dévaluations compétitives dans la région, y compris peut-être en Chine. En outre, cette stratégie risque d'être interprétée comme une mesure de pure circonstance suscitant l'espoir d'un revirement rapide et l'attente d'une remontée du yen et entraînant par conséquent le retour des capitaux au Japon, ce qui ferait peser de nouvelles tensions sur les marchés boursiers du monde entier.

Pays développé adulte, le Japon ne peut plus compter sur le reste du monde pour assurer la croissance de sa demande. De toute évidence, il a besoin de pourvoir à celle-ci par une source interne. Dans le *Rapport sur le commerce et le développement, 1996*, le secrétariat de la CNUCED recommandait de stimuler la demande en abaissant les coûts internes par la libéralisation des secteurs du commerce de détail et des services. C'est un premier pas nécessaire vers l'exploitation des nouvelles technologies dans les transports et les télécommunications sur le modèle de ce qui a été fait aux États-Unis, où la déréglementation des transports aériens et routiers et les procédures antitrust engagées dans l'industrie des ordinateurs et des télécommunications ont permis de créer de nouveaux emplois et favorisé l'innovation technologique. En outre, il pourrait en résulter des changements considérables dans la manière dont fonctionnent les secteurs du commerce de gros et du commerce de détail. En ce sens, le Japon ressemble aux autres pays de l'Asie de l'Est qui ont vu leurs termes de l'échange se dégrader pour les produits fondés sur l'information qui sont aujourd'hui au coeur de la croissance aux États-Unis.

Il importe également de prendre des mesures pour résorber le trop-plein d'actifs résultant de créances douteuses et de faillites afin de rétablir une situation normale sur le marché. On a fait valoir que pour éviter un bradage des actifs, il fallait laisser à la situation économique le temps de s'améliorer et aux bilans le temps de se renforcer; or il n'y a eu ni amélioration ni renforcement de ce genre. Qui plus est, toute l'Asie de l'Est va entrer dans une période de liquidation d'actifs. Le Japon se trouve dans une situation analogue à celle des pays d'Europe orientale s'efforçant de privatiser leur économie :

comme il n'y a pas suffisamment d'acheteurs japonais, les vendeurs doivent aller chercher des acheteurs à l'étranger. La politique récente visant à accélérer l'élimination des créances douteuses dans les bilans bancaires va certainement dans le bon sens. Toutefois, il est fort probable que seule une faible proportion de la valeur des actifs pourra être récupérée et que la plupart des créances douteuses devront être passées par pertes et profits et absorbées par le secteur public. Une telle perspective ne devrait pas justifier des réductions de dépenses dans d'autres domaines, comme celles opérées en Thaïlande et en République de Corée.

c) Union européenne

Le Royaume-Uni a été le premier pays membre de l'UE à sortir de la récession dans les années 90 et continue de bénéficier d'une expansion économique. En 1997, un certain nombre de pays plus petits comme le Danemark, la Finlande, l'Irlande, la Norvège, les Pays-Bas et le Portugal ont eux aussi atteint leur taux de croissance potentiel ou l'ont largement dépassé. Les grands pays du continent n'ont pas été capables d'égaliser les bons résultats persistants du Royaume-Uni, ni la récente croissance rapide des petits pays, à l'exception de l'Espagne. Ces piliers de l'économie européenne semblaient entrer dans une période de croissance plus soutenue à mesure que les conditions s'amélioraient au quatrième trimestre.

En 1997, l'inflation, telle qu'elle ressort de la hausse des prix à la consommation, était uniformément faible à 2,2 % ou moins dans tous les pays sauf au Royaume-Uni où elle a atteint 3,1 %, et en Grèce où elle a été de 5,5 %. Malgré la reprise économique naissante, le chômage est resté supérieur à 11 % en Allemagne, en France et en Italie. Les politiques destinées à réduire les déficits budgétaires à 3 % ou moins pour satisfaire aux exigences du passage à la troisième phase de l'union monétaire ont continué de freiner la croissance de la demande intérieure, tandis qu'un chômage élevé et une faible progression des salaires réels pesaient sur la consommation.

En raison des liens commerciaux étroits entre les pays de l'Union européenne, et de leur intégration croissante, le redressement de la demande intérieure a eu un effet multiplicateur important, entraînant une solide croissance des exportations. Toutefois, le principal soutien de la demande est venu de l'extérieur de la région, notamment d'Amérique du Nord, des pays en transition et des pays en développement situés en dehors de l'Asie de l'Est. L'accroissement des exportations nettes a surtout profité aux pays dont les monnaies ont baissé récemment face au dollar, notamment l'Allemagne et la France. L'évolution des exportations en 1997 est restée modérée dans les pays comme la Grèce, l'Italie le Royaume-Uni et la Suède dont la monnaie s'était dépréciée plus tôt.

La crise asiatique devrait amputer la croissance du PIB et celle des exportations de l'Union européenne de plus d'un demi-point de pourcentage. Ses effets seront sans doute inégalement ressentis d'un pays et d'un secteur à l'autre dans la région. Toutefois, si l'on veut assurer une croissance régulière et plus harmonieuse en 1998, il faudra renforcer la demande intérieure afin de ne plus dépendre exclusivement des exportations. L'introduction de la monnaie unique, l'euro, en janvier 1999, devrait stimuler la demande intérieure. À cette date, les 11 pays qui participeront à la troisième phase de l'union monétaire auront un taux d'intérêt uniforme. La convergence des taux à long terme est maintenant à peu près achevée, mais les taux à court terme dans les pays à

rendement élevé comme l'Espagne et l'Italie devront se rapprocher sensiblement du taux uniforme, qui sera sans doute inférieur à 4 %.

D'autres aspects de l'instauration de la monnaie unique risquent d'être moins positifs. Le système monétaire européen actuel cessera d'exister en janvier 1999 et sera remplacé par la nouvelle Banque centrale européenne qui sera chargée de définir la politique monétaire dans la zone euro. La BCE aura pour principal objectif d'assurer la stabilité de l'euro. Étant donné qu'il existe de notables différences entre les 11 pays concernés du point de vue de leurs structures financières et de leurs résultats économiques, il est évident qu'une politique monétaire centralisée ne sera pas toujours exactement celle qu'auraient suivie en d'autres circonstances les banques centrales en se fondant sur la situation et les priorités au niveau national. C'était naturellement l'une des raisons pour lesquelles une convergence économique substantielle était indispensable avant le lancement de l'union monétaire. Néanmoins, des différences subsistent et l'on peut se demander si la politique monétaire qui conviendra à l'ensemble de la région ne sera pas trop restrictive ou, au contraire, trop expansive. Étant donné que la nouvelle Banque centrale européenne fonctionnera dans un environnement inédit, elle aura sans doute tendance à se montrer plutôt restrictive. Même si la politique budgétaire demeure en grande partie du ressort des gouvernements, les possibilités de prendre, au niveau national et en toute indépendance, des mesures visant à contrer une politique monétaire centralisée jugée inadéquate par tel ou tel pays seront, dans la pratique, limitées par les dispositions du Pacte de stabilité et de croissance de juin 1997. Jusqu'à ce que l'expérience acquise et la convergence réalisée soient suffisantes, la politique globale risque donc de demeurer restrictive et d'annuler un grand nombre des avantages à attendre des taux d'intérêt à court terme plus bas susceptibles de résulter de la politique monétaire unique. Les craintes d'un euro faible sont donc peut-être exagérées.

Avec une monnaie unique, le commerce entre les pays participants membres de l'UE ne sera plus influencé par les fluctuations des taux de change nationaux, ni les mouvements de capitaux par des écarts entre les taux d'intérêt, mais des différences subsisteront en matière de salaires, de productivité et de revenu réel. L'ajustement économique devra par conséquent se faire par le jeu de plus grandes variations des niveaux de la production et de l'emploi, puisqu'il ne sera plus possible de recourir à l'ajustement des taux de change et que la marge de manoeuvre au niveau national sera réduite. L'efficacité économique dépendra donc de la compétitivité et du pouvoir d'achat relatifs, c'est-à-dire de la croissance des salaires relatifs et de la productivité.

Par exemple, si, comme c'est actuellement le cas, les taux de salaire nominaux en Allemagne augmentent moins que la productivité du travail, les marchandises allemandes deviendront de plus en plus compétitives, et la rentabilité des entreprises allemandes ainsi que les ventes de produits allemands aux autres pays de l'UE s'en trouveront renforcées. Il en résultera un déplacement de la demande vers les producteurs allemands, ce qui entraînera une baisse de la production et de l'emploi dans le reste de l'Europe. Comme il ne sera plus possible de réduire les taux d'intérêt par rapport à l'Allemagne et que tout accroissement de la demande par le biais des dépenses budgétaires serait limité par le Pacte de stabilité et de croissance et profiterait d'ailleurs en grande partie à l'Allemagne, la seule autre parade possible serait de réduire les coûts unitaires de main d'oeuvre. Pour y parvenir, il faudrait soit agir sur les salaires nominaux, soit accroître la productivité. Les

salaires pouvant être ajustés plus rapidement qu'on ne peut accroître la productivité, il est probable que les politiques visant à défendre les producteurs nationaux feront pression sur les salaires et les prix, créant ainsi un risque de déflation plus grand que le risque d'inflation. Par contre, s'il s'avère impossible de réduire les salaires réels à cause de résistances sociales, le chômage augmentera. L'une et l'autre politiques auront pour effet non seulement de rendre plus difficile l'accroissement de la demande intérieure, mais aussi de renforcer l'euro et donc d'affaiblir la contribution de la demande extérieure à la croissance. La tâche essentielle à laquelle la nouvelle Banque centrale européenne devra s'atteler ne sera donc sans doute pas de prévenir l'inflation, mais bien de maintenir la rentabilité et la demande intérieures à des niveaux compatibles avec des taux de chômage tolérables.

## 2. Pays en développement

### a) Amérique latine

Depuis la crise de la dette des années 80, l'enjeu essentiel pour l'Amérique latine a été de concilier une croissance suffisamment forte pour maintenir le chômage à des niveaux acceptables et réduire la pauvreté et une position des paiements extérieurs supportable. La reprise intervenue depuis la crise mexicaine donne à penser que ce dilemme est toujours d'actualité, car la situation des paiements a continué à se dégrader même si les déficits portent aujourd'hui sur une proportion plus élevée de biens d'équipement dans les importations totales que par le passé. À ces difficultés se sont ajoutés les effets de la crise de l'Asie de l'Est sur les prix des produits de base et du pétrole. Du fait de leur lourde dépendance à l'égard des apports de capitaux privés pour le financement de leurs déficits croissants en matière de paiements, les pays d'Amérique latine restent exposés au risque de contagion.

La reprise a été particulièrement vigoureuse en 1997 dans des pays comme l'Argentine, le Chili, le Mexique, le Pérou et l'Uruguay où la croissance du PIB a atteint ou dépassé 6,5 % (tableau 4). L'économie chilienne, en particulier, a connu sa 14<sup>ème</sup> année de croissance, et ce malgré les politiques restrictives appliquées pour enrayer la surchauffe de l'économie devenue patente en 1996. Au Brésil, l'expansion soutenue par la consommation en 1996 a été pareillement freinée en 1997 par le resserrement du crédit et les restrictions budgétaires appliquées pour parer aux effets de la crise en Asie de l'Est. Bien qu'inférieure à la moyenne régionale, la croissance de 3,5 % du PIB a néanmoins marqué une amélioration par rapport à l'année précédente, et cette croissance dure depuis cinq ans, avec une inflation qui recule mais un déficit des paiements extérieurs qui se creuse.

Le regain de croissance enregistré en Amérique latine est à mettre au compte d'une vigoureuse reprise de l'investissement conjuguée à l'expansion continue des exportations. En raison surtout des répercussions de la crise en Asie de l'Est, les prix à l'exportation sont restés pratiquement au même niveau que l'année précédente pour la région dans son ensemble, et l'amélioration des recettes d'exportation résulte entièrement de l'accroissement des quantités exportées, qui a été deux fois et demi plus important que celui du PIB. Les prix à l'exportation devraient évoluer à la baisse en 1998 à mesure que les effets de la crise en Asie de l'Est gagneront l'ensemble de l'économie mondiale.

Tableau 4

AMÉRIQUE LATINE : PRODUCTION, EXPORTATIONS ET IMPORTATIONS, 1995-1997  
(Variation en pourcentage du volume par rapport à l'année précédente)

	Production <u>a/</u>			Exportations			Importations		
	1995	1996	1997 <u>b/</u>	1995	1996	1997 <u>b/</u>	1995	1996	1997 <u>b/</u>
Tous les pays	0,6	3,6	5,2	12,0	11,0	12,5	3,0	11,5	21,5
<i>dont :</i>									
Argentine	-5,0	3,5	8,0	20,3	5,6	7,3	-14,4	19,7	27,6
Bolivie	3,8	3,9	4,0	5,2	9,4	5,5	13,2	-0,3	23,3
Brésil	3,9	3,1	3,5	-2,3	3,7	7,3	31,4	6,1	21,2
Chili	8,2	7,2	6,5	11,5	14,5	9,6	23,1	12,4	14,9
Colombie	5,9	2,2	3,0	2,2	5,0	12,3	6,8	0,4	11,1
Costa Rica	2,2	-0,6	2,5	8,7	10,8	7,2	-2,9	6,0	18,7
Equateur	2,7	2,0	3,5	7,1	3,3	3,5	14,5	-8,0	20,4
El Salvador	6,3	2,5	4,0	15,3	5,8	21,2	21,6	-8,8	14,4
Guatemala	5,0	3,1	4,0	19,4	12,4	13,2	10,7	-1,5	17,9
Mexique	-6,6	5,2	7,0	24,4	16,0	19,2	-13,8	18,8	24,6
Paraguay	4,5	1,0	2,5	19,7	-10,7	-1,6	20,2	-10,6	4,8
Pérou	7,8	2,5	7,0	8,2	6,1	12,7	27,5	1,7	14,2
Uruguay	-2,3	4,8	6,5	-0,7	16,8	13,9	-5,3	15,7	17,1
Venezuela	3,5	-1,4	5,0	6,0	3,2	8,1	24,9	-22,0	34,4

Source : Communiqué de presse de l'OMC, 19 mars 1998; CEPALC, *Preliminary Overview of the Economy of Latin America and the Caribbean 1996*, CEPALC, Santiago du Chili, 1996 (publication des Nations Unies, numéro de vente : E.96.II.G.13), tableaux A.1, A.9 et A.10 (commerce en 1995); et *ibid*, tableaux A.1, A.8 et A.9.

a/ Données fondées sur les prix de 1990.

b/ Chiffres provisoires.

Le commerce intrarégional a continué de jouer un rôle important dans la dynamique de croissance de la région, renforçant l'interdépendance économique des pays, notamment ceux qui ont des liens avec le cône austral. La mise en place presque achevée du marché commun du cône austral a favorisé l'expansion du commerce intrarégional en général, et du commerce des céréales en particulier. L'Argentine a continué d'exploiter ses débouchés à l'exportation, principalement sur le marché brésilien, tandis que les exportations mexicaines, à dominante d'articles manufacturés destinés à l'Amérique du Nord, ont continué à bénéficier de la dépréciation de la monnaie au lendemain de la crise.

Les importations quant à elles, profitant d'un très fort accroissement des achats de biens d'équipement lié à l'augmentation de l'investissement, ont en 1997 progressé beaucoup plus rapidement en volume que les exportations et ce dans presque tous les pays de la région à l'exception notable de la Colombie et d'El Salvador. La croissance en volume des importations de l'Argentine, par exemple, a atteint le chiffre sans précédent de 28 %. Au Brésil et au Mexique, l'appréciation de la monnaie et l'afflux de capitaux ont entraîné une progression correspondante de 21 % et 25 % respectivement, encore que

L'accroissement de la demande intérieure ait aussi joué un rôle important au Mexique. La croissance plus rapide des importations que des exportations a eu pour effet de creuser fortement le déficit courant de la région qui est passé de 35 milliards de dollars en 1996 à 60 milliards de dollars en 1997; il est imputable aux déficits considérables de l'Argentine, du Brésil et du Mexique, ainsi qu'à un excédent plus faible que d'habitude au Venezuela.

Si les prix moyens à l'exportation dans l'ensemble de la région sont restés stables en 1997, les prix du café, qui sont importants pour la Colombie et les pays d'Amérique centrale, ont été très fermes. Par ailleurs, les exportateurs de pétrole comme la Bolivie, l'Équateur, le Mexique et le Venezuela et les exportateurs de matières premières industrielles comme le Chili ont vu leurs termes de l'échange se dégrader à des degrés divers. Les termes de l'échange du Chili ont également pâti de la baisse des prix de la poudre de poisson et des fruits frais.

L'accélération de la croissance de la production s'est accompagnée d'une forte tendance persistante au ralentissement de l'inflation, laquelle est tombée à son niveau le plus bas depuis un demi-siècle. Le taux d'inflation en 1997 a été inférieur à celui de 1996 dans 10 pays et n'a pas varié dans 11 autres. L'Argentine a enregistré l'un des taux d'inflation les plus bas du monde. En revanche, le taux a grimpé à un niveau record au Venezuela à la suite de la libération des prix et d'une importante dévaluation.

Après s'être fortement redressées à la suite des baisses enregistrées en 1995 en raison de la crise du peso mexicain, les entrées de capitaux ont fait un bond en 1997 pour atteindre le niveau record de 73 milliards de dollars, soit 4 % environ du PIB de la région, et ont plus que suffi à financer l'accroissement considérable du déficit courant. La composition des entrées de capitaux a changé depuis le début des années 90 et l'investissement étranger direct (IED) représente aujourd'hui près des deux tiers du total, contre moins d'un cinquième en 1994. Actuellement, les entrées de capitaux à court terme en provenance des banques ne représentent qu'une fraction modeste des entrées totales dans la plupart des pays (et correspondent essentiellement au financement du commerce extérieur). L'ampleur des entrées de capitaux a entraîné une appréciation des monnaies, surtout au premier semestre de 1997 où le dollar s'est affermi sur les marchés internationaux. Globalement, les monnaies de la région se sont appréciées en moyenne de 4 % face au dollar en 1997, mais la hausse a atteint jusqu'à 20 % au Venezuela. Trois pays ont vu leur monnaie perdre de sa valeur : El Salvador, le Nicaragua et la Trinité-et-Tobago.

La croissance de la région devrait ralentir en 1998 et s'établir à 3 % environ du fait principalement des événements en Asie de l'Est. À mesure que la crise financière en Asie de l'Est s'aggravait vers la fin de 1997, quelques-uns des nouveaux marchés de capitaux de l'Amérique latine se sont trouvés dans une situation difficile, surtout au Brésil, mais aussi en Argentine, au Chili et au Mexique. Dans la plupart des pays, ces difficultés ont pu être atténuées grâce principalement à l'adoption immédiate de politiques monétaire et budgétaire restrictives dont les effets continuent à se faire sentir dans toute la région.

La Banque centrale du Brésil, confrontée en octobre 1997 à une très forte baisse du prix des actions et à des pressions croissantes sur les réserves de change, a relevé les taux d'intérêt à plus de 40 %, et le Ministère des finances a annoncé un ensemble de mesures de réduction des dépenses et d'augmentation des impôts d'un montant de 18 milliards de dollars, visant à réduire le déficit du

secteur public dans des proportions équivalant à près de 2,5 points de pourcentage du PIB. Bien que la politique monétaire ait été assouplie au cours des mois suivants et que le déficit du secteur public ait continué à augmenter, pour atteindre entre 6 et 7 % du PIB, la croissance de l'économie a ralenti et sera sans doute inférieure à 2 % en 1998. Toutefois, les écarts entre les taux d'intérêt restent importants et l'offre de rendements liés au dollar a entraîné un très fort accroissement des entrées de capitaux : elles dépassaient 10 milliards de dollars en mars 1998.

En Argentine aussi, les cours de la Bourse se sont repliés, à la suite du krach d'octobre 1997 et les taux d'intérêt ont monté. Le principal sujet d'inquiétude a été l'effet potentiel d'une propagation de la crise de l'Asie de l'Est au Brésil, l'Argentine étant devenue de plus en plus tributaire de ses exportations vers son principal partenaire du MERCOSUR. Au Chili, en dépit de la hausse des taux d'intérêt qui en valeur réelle sont passés de 6,5 % à 8,5 % entre octobre 1997 et janvier 1998, la Banque centrale a dû laisser flotter à la hausse la valeur du dollar en pesos et continuera sans doute à pratiquer une politique monétaire restrictive afin d'empêcher une nouvelle dépréciation de la monnaie.

Les exportations latino-américaines devraient ralentir en 1998 à mesure que la demande de l'Asie de l'Est continuera de faiblir. En outre, les pays de la région risquent de subir une perte de compétitivité plus ou moins grande du fait de la dévalorisation de plusieurs monnaies asiatiques. C'est justement pour conserver sa compétitivité que le Brésil, au début de 1998, a élargi les marges de fluctuation de sa monnaie par rapport au dollar. La baisse prévue des cours mondiaux du pétrole et des produits de base contribuera elle aussi à laminier les recettes d'exportation de bon nombre de pays de la région, et l'effondrement des cours du cuivre a déjà provoqué une diminution très sensible des recettes au Chili.

Bien que les inquiétudes suscitées par la crise en Asie de l'Est ne soient plus axées sur les flux de capitaux mais sur le commerce, la région risque de demeurer vulnérable à l'instabilité des entrées de capitaux, en dépit de l'amélioration de leur composition et du renforcement du secteur bancaire ces dernières années. Pour la région dans son ensemble, la dette extérieure à court terme équivaut actuellement à 35 % des recettes d'exportation (dans une fourchette comprise entre 11 % au Venezuela et 78 % au Pérou pour les grands pays) et à 70 % des réserves totales (dans une proportion allant de 33 % au Venezuela à 154 % au Mexique). Les perspectives pour l'année 1998 dans son ensemble dépendront essentiellement de la tournure des événements tant aux États-Unis qu'au Japon.

#### b) Asie

La propagation de la crise financière en Asie au second semestre de 1997 a eu des effets variables sur les pays de la région (tableau 5) et c'est l'Asie du Sud-Est qui a été la plus touchée, avec une chute des taux de croissance de près de moitié par rapport à 1996. La croissance a également ralenti en Asie du Sud, mais pour la première fois depuis le début de la décennie elle a dépassé celle de l'Asie du Sud-Est. La croissance des exportations et des importations a été comparable à celle de l'année précédente, mais beaucoup plus faible qu'en 1995.



Tableau 5

**ASIE EN DÉVELOPPEMENT : PRODUCTION ET COMMERCE DANS CERTAINS PAYS  
ET CERTAINES SOUS-RÉGIONS, 1995-1997**

(Variations en pourcentage par rapport à l'année précédente)

Pays/région	Production <sup>a/</sup>			Valeur des exportations			Valeur des importations		
	1995	1996	1997	1995	1996	1997	1995	1996	1997
Nouveaux pays industriels	7,4	6,4	6,0	20,9	4,5	3,4	22,9	5,2	3,0
<u>Dont :</u>									
Hong-kong (Chine)	3,9	5,0	5,2	14,8	4,0	4,0	19,1	3,0	5,1
Rép. de Corée	8,9	7,1	5,5	31,5	4,1	7,2	32,1	12,2	-2,3
Singapour	8,7	6,9	7,8	21,0	6,4	-3,1	21,6	5,4	0,1
Province chinoise de Taiwan	6,0	5,7	6,8	20,0	3,8	5,2	21,2	-0,1	10,1
Asie du Sud-Est	8,2	7,1	3,9	24,3	6,0	8,7	29,7	6,3	2,4
<u>Dont :</u>									
Indonésie	8,2	8,0	4,6	18,0	5,8	11,2	26,6	8,1	4,8
Malaisie	9,5	8,6	7,5	26,6	7,3	6,0	30,4	1,7	7,0
Philippines	4,8	5,7	5,1	29,4	17,7	22,8	23,7	20,8	14,0
Thaïlande	8,8	5,5	-0,4	24,8	-1,9	3,2	31,9	0,6	-9,3
Asie du Sud	6,6	6,8	4,8	20,5	5,5	5,1	25,7	7,7	5,6
<u>Dont :</u>									
Bangladesh	4,4	5,4	5,7	37,2	12,2	13,7	39,4	17,8	3,0
Inde	7,2	7,5	5,0	20,8	4,1	5,0	28,0	5,1	8,2
Népal	2,8	6,1	4,3	-9,6	1,7	10,3	21,9	9,0	10,3
Pakistan	5,2	4,6	3,1	16,1	7,1	-2,7	18,5	16,7	-5,0
Sri Lanka	5,5	3,8	6,3	18,7	7,9	13,0	11,6	2,5	7,0
Chine	10,5	9,6	8,8	24,9	17,9	20,0	15,5	19,5	2,5

Source: *Asian Development Outlook 1998* (Hong-kong (Chine) : Oxford University Press pour le compte de la Banque asiatique de développement, 1998), tableaux A1, A11 et A13.

<sup>a/</sup> D'après des données en prix constants.

En octobre 1997, la crise financière a atteint Hong-kong (Chine) où la Bourse a enregistré les plus fortes pertes de son histoire, et par la suite les autres nouveaux pays industriels (NPI) du premier rang (République de Corée, Singapour et province chinoise de Taiwan). Le ralentissement de la croissance du

PIB dans ces pays en 1997 (à 6 %, contre 6,4 % en 1996) est dû à une chute brutale de la demande et des prix mondiaux de produits tels que l'électronique, les semi-conducteurs, l'acier et les produits de l'industrie pétrochimique.

L'économie chinoise a maintenu sa forte dynamique de croissance en 1997, même si elle n'a pas réussi à atteindre l'objectif officiel de 10 %. La faiblesse de la demande intérieure a été partiellement compensée par la poussée des exportations. Les prix d'une large gamme de biens de consommation ont été abaissés grâce à l'application conjuguée de mesures administratives et de politiques macroéconomiques. Les entreprises des communes et des villages ont contribué pour de la moitié à la production industrielle du pays en 1997 et pour un tiers à ses exportations, et elles sont aussi à l'origine d'une expansion du PIB environ deux fois plus rapide que celle observée pour l'ensemble de l'économie. La crise asiatique a mis en évidence la nécessité pour le gouvernement d'être plus attentif aux problèmes du secteur financier et d'adopter des mesures propres à améliorer l'efficacité de la politique monétaire et à restructurer les actifs des banques d'État.

En Asie du Sud-Est, la croissance du PIB, inférieure à 4 % en 1997, a été la plus faible depuis deux décennies. Les difficultés financières rencontrées dans les pays de la région ont été aggravées par les conditions météorologiques anormales créées par le phénomène El Niño qui est à l'origine de la plus grave sécheresse que l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines, Singapour et la Thaïlande aient connue depuis 50 ans. Dans les trois premiers de ces pays, les plus durement touchés, les conséquences économiques continueront à se faire sentir en 1998.

La croissance en Asie du Sud est tombée à moins de 5 % en 1997 (contre 6,8 % en 1996). Elle a été très inégale d'un pays à l'autre du fait de l'évolution contrastée des secteurs agricole et manufacturier. Le ralentissement notable de la croissance de la production en Inde comme au Pakistan est imputable en partie aux effets des conditions météorologiques sur l'agriculture. Au Pakistan, il est dû également aux virus du coton. Le Bangladesh a connu sa croissance la plus rapide depuis le début des années 90, en raison principalement d'un accroissement impressionnant de la production agricole, notamment pour le riz. L'accélération de la croissance à Sri Lanka, par ailleurs, est due au redressement de l'agriculture ainsi qu'à la croissance soutenue de l'industrie manufacturière, restée le secteur le plus dynamique.

La crise financière asiatique a eu un effet moins brutal sur l'Asie du Sud du fait de la convertibilité restreinte du compte de capital et de risques plus limités en matière de dette extérieure à court terme. Les monnaies de l'Inde et du Pakistan ont perdu environ 10 % de leur valeur au premier semestre de 1997. À la différence de ceux de l'Asie du Sud-Est, les pays de la sous-région demeurent moins étroitement intégrés à l'économie mondiale en raison de leur approche graduelle de la libéralisation des échanges, de la déréglementation financière et de la privatisation. La création de nouveaux mécanismes régionaux tels que l'Accord de commerce préférentiel de l'Asie du Sud va dans le sens d'une intégration plus étroite au sein de la région ainsi qu'à l'économie mondiale.

En Asie occidentale, les résultats économiques ont encore été largement influencés par l'évolution du secteur pétrolier et par la situation politique dans les pays de la sous-région. Le PIB a progressé de 7,6 % en 1997, contre 10,4 % l'année précédente, principalement en raison d'une augmentation de la production pétrolière qui a amplement compensé la baisse des prix. Les

gouvernements de la région ont accordé une importance croissante au secteur privé et à l'investissement étranger, et ont continué à appliquer des politiques destinées à corriger les déséquilibres interne et externe et à améliorer l'efficacité et la productivité. Les progrès accomplis ont toutefois été très variables d'un pays à l'autre et, à l'exception de la Jordanie, du Liban, de la République arabe syrienne et du Yémen, les pays de la région restent fortement tributaires du pétrole. Les perspectives d'évolution des prix du pétrole étant peu brillantes, la croissance devrait encore ralentir dans la région en 1998 et tomber à moins de 6 %.

Tous les NPI du premier rang connaîtront sans doute une croissance plus lente qu'en 1997, surtout la République de Corée où la production baisserait de 6 % selon les projections. La province chinoise de Taiwan enregistrerait le ralentissement le plus faible, avec une croissance ramenée à 4-5 %. Le recul sera sans doute plus marqué à Singapour et à Hong-kong (Chine), par suite de la baisse de la demande de l'Asie du Sud-Est pour les produits d'exportation en provenance de ces pays, de la diminution des recettes du tourisme et des effets d'une politique monétaire plus stricte. A Singapour, la croissance ne devrait pas dépasser 1 % et Hong-kong (Chine) devrait connaître une récession, avec une baisse de l'activité économique comprise entre 2 et 3 %. La croissance chinoise devrait également ralentir en 1998 pour s'établir à 6 % environ. On s'attend à une aggravation du chômage et à de nouveaux licenciements dans les entreprises publiques au cours des réformes triennales prévues qui ont commencé en 1997, et un ralentissement de la croissance des exportations, imputable à une perte de compétitivité, est également probable.

Pour l'Asie du Sud-Est, les perspectives pour 1998 sont des plus incertaines : elles dépendent notamment de la manière dont les gouvernements rempliront les conditions liées aux emprunts contractés auprès du FMI et de la mesure dans laquelle ils le feront. La situation de l'Indonésie est particulièrement préoccupante, car les licenciements massifs et la hausse des prix des produits alimentaires essentiels ont accru le chômage et la pauvreté dans des proportions dramatiques et provoqué des troubles sociaux. La Thaïlande et la République de Corée sont elles aussi durement éprouvées par la crise sur le plan social. (Les conséquences sociales de la crise dans les pays les plus touchés sont analysées au chapitre III.)

En Asie du Sud-Est, les exportations n'ont pas encore réagi à la brutale dépréciation des monnaies. L'amélioration de la balance commerciale des pays les plus durement touchés est due essentiellement jusqu'à présent à une forte diminution des importations. La Thaïlande, où la dette du secteur privé est énorme, devrait enregistrer une baisse d'activité de 8 % en 1998 et le recul pourrait dépasser 12 % en Indonésie. La Malaisie devrait elle aussi connaître une récession, tandis qu'aux Philippines la croissance pourrait demeurer positive tout en étant fortement ralentie.

L'Asie du Sud devrait retrouver en 1998 une croissance égale à celle de 1996 grâce à la reprise au Pakistan et en Inde, mais dans la plupart des pays la croissance continuera d'être bridée par les carences de l'infrastructure et l'instabilité politique. Sauf nouveaux ajustements des taux de change, les principaux secteurs d'exportation (vêtements, textiles, matières plastiques et fibres synthétiques), concurrencés par les exportations d'autres pays d'Asie, seront touchés. Le Pakistan en particulier, dont les exportations se composent en grande partie de textiles et de vêtements, devra affronter une concurrence plus dure. A la suite de leurs essais nucléaires, l'Inde et le Pakistan ont été

soumis à des sanctions économiques par quelques-uns de leurs principaux partenaires commerciaux. Si de telles sanctions devaient se renforcer, les deux pays pourraient connaître des difficultés de paiements et voir leur croissance ralentir, même s'ils parviennent à éviter une crise financière grave et les désordres monétaires liés aux fuites de capitaux.

c) Afrique

La croissance s'est poursuivie en 1997 mais elle a été beaucoup plus lente qu'en 1996. À 3,3 %, elle a à peine dépassé le taux d'accroissement de la population et a été bien inférieure aux 4,6 % enregistrés en 1996. Les résultats économiques ont été très contrastés d'un pays et d'une sous-région à l'autre, dépendant en grande partie des conditions météorologiques, de l'évolution des prix des produits de base, ainsi que de l'existence ou de l'absence de conflits armés et de troubles sociaux (tableau 6).

En dépit des efforts de diversification accomplis, les exportations régionales ont continué d'être composées principalement de produits minéraux en Afrique du Sud, de pétrole et de gaz en Algérie, de pétrole au Nigéria, de pétrole brut et raffiné en Égypte, de phosphates, d'acide phosphorique et d'agrumes au Maroc, de cacao et de café en Côte d'Ivoire, de pétrole et de diamants en Angola, de diamants au Botswana, de cuivre en Zambie, de pétrole, de bois et de manganèse au Gabon, de métaux, de tabac et de coton au Zimbabwe, et de thé et de café au Kenya. Les pays exportateurs de produits primaires, qui avaient bénéficié de l'évolution favorable des prix des produits de base, ont souffert d'un retournement de tendance, en particulier pour le pétrole.

De surcroît, les sécheresses et les inondations provoquées par le phénomène climatique El Niño ont été désastreuses pour la production agricole dans des pays aussi divers que le Maroc en Afrique du Nord, l'Éthiopie, le Kenya, la République-Unie de Tanzanie et la Somalie en Afrique de l'Est, la Zambie et le Zimbabwe en Afrique australe, ainsi que dans plusieurs pays de la région du Sahel. Les cultures pluviales de plusieurs pays (Érythrée, Éthiopie, Kenya, Ouganda, République-Unie de Tanzanie et Somalie) ont été ravagées par les perturbations climatiques provoquées par El Niño, qui ont entraîné des précipitations excessives dans certaines parties de l'Afrique de l'Est, mais des sécheresses dans certaines parties de l'Afrique australe et de l'Afrique du Nord. En raison des dégâts importants subis par les récoltes et de la perte d'un grand nombre de têtes de bétail, la production alimentaire s'est effondrée. Les pénuries alimentaires ont été particulièrement graves dans les pays de l'Afrique australe et de l'Afrique de l'Est. En outre, les dommages causés à l'infrastructure (routes, ponts et voies ferrées) ont sérieusement perturbé la circulation des marchandises tant à l'intérieur des pays que d'un pays à l'autre.

Bon nombre des pays de la région ont enregistré des taux de croissance de plus de 4 % en 1997, mais un certain nombre de grands pays dont la République démocratique du Congo, le Maroc, le Nigéria et l'Afrique du Sud ont connu une croissance faible ou négative. Dans bon nombre de pays, des efforts persévérants et la stabilité macroéconomique ont créé des conditions favorables à l'investissement et à l'accroissement de la production. Bien que les produits de base traditionnels aient conservé la première place dans les exportations totales, la diversification au profit d'exportations nouvelles progresse dans plusieurs pays d'Afrique du Nord et d'Afrique australe tels que l'Égypte, la Tunisie et le Botswana. À noter également la diffusion et le renforcement de la

**Tableau 6**  
**EVOLUTION DE LA PRODUCTION DANS LES PAYS AFRICAINS, 1990-1997**  
*(Variation en pourcentage par rapport à l'année précédente)*

<i>Pays</i>	<i>1990-1995 a/</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>	<i>1997</i>
Algérie	0,4	4,5	4,0	4,5
Angola	-2,4	6,2	7,2	8,0
Bénin	4,3	4,8	5,6	5,9
Botswana	4,7	4,5	6,2	4,9
Burkina Faso	3,3	4,5	5,5	6,6
Burundi	-1,7	-3,4	-12,9	4,3
Cameroun	-1,4	4,4	5,0	5,1
Cap-Vert	4,3	4,7	4,2	4,5
République centrafricaine	1,1	4,1	-3,9	-3,3
Tchad	2,7	5,5	2,8	6,3
Comores	0,2	-2,4	-0,4	0,0
Congo	-0,4	0,8	5,9	-17,6
Côte d'Ivoire	1,1	6,9	6,8	6,1
République démocratique du Congo	-7,6	1,6	1,3	-5,0
Djibouti	-2,0	-3,1	-5,0	0,8
Egypte	1,4	2,3	4,3	5,0
Guinée équatoriale	8,2	14,9	38,9	96,7
Erythrée	2,0	5,5	6,9	4,4
Ethiopie	2,0	5,4	11,9	5,3
Gabon	2,4	3,7	3,2	4,5
Gambie	0,6	-6,5	2,8	2,2
Ghana	4,3	4,0	5,2	3,0
Guinée	3,6	4,4	4,5	4,8
Guinée-Bissau	3,3	1,6	5,8	5,2
Kenya	1,6	4,4	4,3	2,0
Lesotho	6,0	9,3	12,6	7,2
Jamahiriya arabe libyenne	-1,0	-1,1	2,0	2,0
Madagascar	-0,3	1,8	2,0	3,5
Malawi	1,2	9,0	16,1	5,6
Mali	2,7	6,3	4,0	6,6
Mauritanie	3,9	4,6	4,5	4,3
Maurice	4,9	4,4	6,1	5,6
Maroc	1,0	-7,2	11,8	-1,1
Mozambique	5,8	1,5	6,4	6,6
Namibie	4,1	2,5	5,0	4,0
Niger	0,8	3,2	3,3	4,5
Nigéria	2,7	2,6	2,4	3,2
Rwanda	-10,0	23,2	11,4	12,7
Sao Tomé-et-Principe	1,7	1,9	1,9	1,8
Sénégal	2,3	9,8	5,1	4,7
Seychelles	2,8	-1,8	1,7	2,1
Afrique du Sud	0,8	3,4	3,1	2,2
Soudan	5,9	4,5	4,3	5,0
Swaziland	2,0	3,5	2,5	2,5
Togo	-0,6	8,4	6,2	5,8
Tunisie	3,9	2,9	6,9	5,1
Ouganda	7,5	9,6	9,4	4,2
République-Unie de Tanzanie	4,1	3,8	4,2	4,1
Zambie	-0,5	-3,1	6,4	4,6
Zimbabwe	0,8	0,1	7,4	4,5

Source : Calculs effectués par le secrétariat de la CNUCED sur la base de données exprimées en dollars de 1990.  
a/ Moyenne annuelle.

croissance économique entre les pays de la région, à l'inverse de la situation observée au début des années 90 où un tiers des pays avaient vu leur production diminuer. Dans les pays de la zone franc (CFA) comme la Côte d'Ivoire, le Mali et le Sénégal, la reprise économique intervenue à la suite des ajustements des taux de change en 1994 s'est poursuivie. Par contre, en Ouganda, la croissance a ralenti de plus de moitié par rapport aux deux années précédentes, et les résultats économiques sont restés décevants au Nigéria et en Afrique du Sud.

Au niveau sous-régional, seule l'Afrique centrale a vu sa production augmenter de moins de 3 % en 1997. Dans les autres sous-régions, le taux correspondant a été de 3,4 % en Afrique australe et d'un peu moins de 4 % en Afrique de l'Est, de l'Ouest et du Nord. Toutefois, à l'exception de l'Afrique de l'Ouest qui a réussi à maintenir le rythme de l'année précédente, toutes les sous-régions ont enregistré une croissance nettement plus lente qu'en 1996. En Afrique de l'Est, la croissance a ralenti non seulement en Éthiopie et en Ouganda, mais aussi au Kenya, de loin le plus grand pays de la sous-région, en raison des effets de la sécheresse sur la production agricole, et aussi des incertitudes quant à la politique générale. En Afrique de l'Ouest, la baisse des prix du pétrole conjuguée aux aléas du climat des affaires a affaibli la reprise dans les secteurs autres que le pétrole au Nigéria. Au Ghana, l'activité minière a souffert de la chute brutale du prix de l'or, tombé à son plus bas niveau depuis 18 ans, mais le pays a bénéficié de l'augmentation de la production et des prix du cacao. L'accroissement phénoménal de la production en Guinée équatoriale est dû à une nouvelle découverte de pétrole. Le mouvement de croissance dans les pays CFA de la sous-région comme le Bénin, le Burkina Faso, la Côte d'Ivoire, le Mali, le Sénégal et le Togo a été soutenu par l'accroissement des exportations. En Afrique du Nord, le contraste a été frappant entre le recul de la production au Maroc et l'accélération de la croissance en Égypte ou les résultats relativement bons de la Tunisie. En Afrique centrale, la production a baissé de 5 % en République démocratique du Congo, le plus grand pays de la sous-région, tandis que le Cameroun, le Gabon et les autres pays de la zone CFA ont maintenu l'élan de leur croissance. En Afrique australe, la production agricole a gravement souffert du phénomène El Niño. Le ralentissement observé dans l'agriculture et dans l'industrie minière, conjugué au fléchissement de l'investissement et des exportations, a entraîné un freinage brutal de la croissance du PIB au Zimbabwe. En revanche, la vigueur des exportations de pétrole et le retour de la stabilité dans certaines parties du pays ont provoqué une accélération de la croissance en Angola. En Afrique du Sud, le plus grand pays du continent, la production a souffert de la conjoncture défavorable dans le secteur des mines d'or, conséquence de la chute brutale du prix de l'or.

Le financement du déficit courant reste le problème essentiel pour les pays africains. Le déficit global du compte courant a augmenté légèrement, passant de 7 milliards de dollars en 1996 à 7,2 milliards en 1997. Toutefois, rapporté au PIB il est tombé de 2,6 % à 2 %, à la différence des déficits élevés et persistants enregistrés par le passé. En fait, seul un petit nombre de pays comme la Guinée équatoriale, le Lesotho, le Mozambique et le Soudan accusaient un déficit courant supérieur à 20 % du PIB. Dans une dizaine de pays dont l'Afrique du Sud, le Burundi, le Cameroun, le Maroc, l'Ouganda, la Tunisie et le Zimbabwe, le déficit était inférieur à 3 %, tandis que d'autres comme l'Algérie, le Botswana, le Gabon, la Namibie et le Nigéria affichaient un excédent. Les déficits de la balance courante sont de plus en plus financés par des apports de capitaux non générateurs de dettes. Cependant, l'investissement étranger direct (IED) est fortement concentré sur quelques pays. En 1996, par exemple, l'Afrique

du Sud, l'Algérie, l'Angola, la Côte d'Ivoire, l'Égypte, le Ghana, le Maroc, le Nigéria et la Tunisie ont accueilli plus des deux tiers des flux d'IED destinés à l'Afrique, le Nigéria à lui seul en absorbant environ le tiers. Les flux d'IED sont aussi fortement concentrés du point de vue du pays d'origine et de la branche d'activité économique visée. La France, le Royaume-Uni, l'Allemagne et les États-Unis sont les principaux investisseurs, et les industries du pétrole, du gaz, des métaux et les autres activités extractives sont les principales destinations des investissements. Les flux risquent d'être perturbés par la crise asiatique, car certains pays en développement d'Asie, notamment la Malaisie, sont devenus des investisseurs non négligeables dans la région ces dernières années.

Pour 1998, la croissance de l'Afrique dans son ensemble ne devrait guère être meilleure qu'en 1997. La crise asiatique touchera directement un certain nombre de pays qui ont noué des liens commerciaux plus étroits avec cette région. Les exportations pourraient également ralentir en raison des retombées de la crise sur les principaux partenaires commerciaux du continent en Europe et en Amérique du Nord. Les prix des produits de base qui intéressent l'Afrique risquent de s'inscrire en baisse. Une remontée du cours du pétrole paraît peu probable et les perspectives en la matière ne semblent pas favorables à l'amélioration des résultats économiques de grands pays comme l'Algérie, l'Angola, l'Égypte, la Jamahiriya arabe libyenne, le Nigéria et la Tunisie. La crise va se traduire par un amoindrissement des recettes d'exportation de matières premières comme les minerais, et par une concurrence plus intense sur les marchés du caoutchouc et du cuivre. Parmi les pays qui seront touchés de cette manière figurent notamment l'Afrique du Sud, le Ghana, la République démocratique du Congo et la Zambie. Enfin, il n'est pas certain que tous les effets du phénomène El Niño aient déjà été pleinement ressentis.

### 3. Pays en transition

Le redressement du groupe des pays en transition, en particulier de la Communauté des États indépendants (CEI), dont la production avait chuté pendant plusieurs années suite à la dissolution de l'URSS, a été le fait le plus marquant de l'année 1997 sur le plan économique. Il s'explique par la consolidation de la reprise amorcée dans un certain nombre de pays et par le redémarrage de l'activité économique, qui n'avait cessé de décliner, dans la Fédération de Russie. Les pays en transition ont continué d'évoluer de façon très contrastée, les deux extrêmes étant la Bulgarie et l'Estonie dont les PIB ont, respectivement, diminué de plus de 7 % et augmenté de plus de 11 % (tableau 7). Au niveau sous-régional, la croissance a nettement marqué le pas en Europe centrale et orientale alors qu'elle s'accélérait de manière spectaculaire dans les États baltes et, dans une moindre mesure, dans la CEI.

L'amélioration observée en 1997 traduit le succès des réformes économiques et du processus de consolidation progressive de l'économie dans un nombre croissant de pays, évolution qui a permis à ces derniers de tirer parti de la croissance plus forte que prévue de la demande d'importations des pays d'Europe occidentale. En dehors de la CEI et sauf en Albanie, en Bulgarie, en République tchèque et en Roumanie, la croissance est restée soutenue ou s'est accélérée en 1997, en particulier en Croatie, en Pologne, en Slovaquie et dans les trois États baltes. Le ralentissement brutal de la croissance consécutif à l'ajustement monétaire mis en oeuvre en République tchèque, pays généralement

considéré comme un des principaux porte-drapeaux des réformes, a causé une forte désillusion. L'économie tchèque a été secouée par une crise monétaire grave qui a pénalisé l'activité économique et désorganisé les marchés financiers.

Tableau 7

PAYS EN TRANSITION a/ : QUELQUES INDICATEURS ÉCONOMIQUES,  
1995-1997

Région/pays	PIB			Prix à la consommation			Solde des opérations courantes		
	Variation par rapport à l'année précédente <u>a/</u> (pourcentage)						(en millions de dollars)		
	1995	1996	1997	1995	1996	1997	1995	1996	1997 <u>b/</u>
Europe centrale et orientale <u>a/</u>	4,1	2,9	..	..	..	..	-1 083	-13 212	-13 194
<u>dont</u> :									
Bulgarie	2,9	-10,1	-6,9	33,0	311,1	578,7	-26	16	441 <u>c/</u>
Croatie <u>d/</u>	6,8	6,0	6,5	3,7	3,5	4,0	-1 283	-881	-1 300
République tchèque	6,4	3,9	1,0	7,9	8,7	9,9	-1 362	-4 292	-3 156
Hongrie <u>e/</u>	1,5	1,3	4,4	28,5	20,0	18,4	-2 480	-1 678	-981
Pologne <u>e/</u> , <u>f/</u>	7,0	6,1	6,9	22,0	18,7	13,2	5 455	-1 352	-4 280
Roumanie	7,1	3,9	-6,6	27,7	56,8	151,7	-1 774	-2 571	-2 118 <u>g/</u>
Slovaquie	6,9	6,6	6,5	7,4	5,5	6,5	646	-2 098	-1 500
Slovénie	4,1	3,1	3,8	9,0	9,0	8,8	-23	39	100
Etats baltes	2,1	3,7	6,5	..	..	..	-816	-1 425	-1 236
<u>dont</u> :									
Estonie	4,3	4,0	11,4	28,8	14,9	12,3	-185	-423	-317
Lettonie	-0,8	3,3	6,5	23,3	13,2	7,0	-16	-279	-325
Lituanie	3,3	4,7	5,7	35,5	13,1	8,5	-614	-723	-594
CEI	-5,5	-4,4	0,7	..	..	..	8	9 699 <u>h/</u>	1 268 <u>h/</u>
							145 <u>h/</u>		
<u>dont</u> :									
Bélarus	-10,4	2,8	10,4	244,2	39,1	63,4	-567	-503	-641
République de Moldova <u>i/</u> , <u>9</u>	-11,9	-7,8	1,3	23,8	15,1	11,1	-115	-214	-252
Fédération de Russie	-4,1	-3,5	0,8	131,4	21,8	11,0	9 979	11 601	3 032
Ukraine	-12,2	-10,0	-3,0	181,7	39,7	10,1	-1 152	-1 185	-870

Source : CEE, *Etude sur la situation économique de l'Europe en 1998* (No 1) (publication des Nations Unies, numéro de vente : F.98.II.E.1), tableau 3.1.1 et tableau de l'appendice B.15, et mises à jour de la CEE.

- a/ Pour les prix à la consommation, variation de décembre à décembre.
- b/ Année pleine sauf pour les Etats baltes et les pays de la CEI énumérés (janv
- c/ Janvier-novembre.
- d/ Chiffres révisés pour la balance des paiements courants.
- e/ Le solde des opérations courantes porte sur les transactions effectuées en r  
mais uniquement pour 1995 dans le cas de la Hongrie.
- f/ Y compris les opérations courantes non répertoriées.
- g/ Prévisions officielles.
- h/ Total des quatre Etats indiqués.
- i/ Compte non tenu de la Transnistrie dans le PIB et les prix à la consommation



L'Albanie, la Bulgarie et la Roumanie ont accusé un recul encore plus sévère et leur production a fortement baissé. L'Albanie a continué de subir le contrecoup de la crise financière qui a éclaté en mars 1997 à la suite de l'effondrement d'un grand nombre de "sociétés pyramidales". La Bulgarie est le pays qui a été le plus éprouvé jusqu'à présent. Les attaques spéculatives déclenchées contre la monnaie bulgare en 1996 se sont accompagnées d'une ruée sur les guichets des banques et d'une crise budgétaire, entraînant l'adoption d'une politique de rigueur comprenant la mise en place d'un conseil monétaire en juillet 1997 et l'application d'un programme global de réformes structurelles. La production a ainsi diminué pour la deuxième année consécutive dans ce pays. En Roumanie, la mise en oeuvre tardive de réformes budgétaires et structurelles ainsi que l'assouplissement notable de la politique monétaire ont entraîné un recul de la production et une résurgence de l'inflation.

Dans la CEI, la production n'a baissé qu'au Turkménistan et en Ukraine en 1997. Parallèlement à l'accélération de la croissance dans un certain nombre de pays, notamment en Azerbaïdjan, au Bélarus, en Géorgie, au Kirghizistan et en Ouzbékistan, la Fédération de Russie, qui est le poids lourd économique de la région et le principal partenaire commercial des autres pays de la CEI, a amorcé un redémarrage.

La désinflation s'est poursuivie en 1997, malgré quelques sérieux revers, notamment en Albanie, au Bélarus, en Bulgarie et en Roumanie. La baisse de l'inflation s'est généralisée, mais son ampleur a été très différente selon les pays. C'est dans les États baltes et dans les pays de la CEI que ce phénomène a été le plus marquant. Il convient en particulier de noter que l'inflation a fortement chuté en Fédération de Russie, passant en glissement annuel d'un taux de 400 % au premier trimestre de 1995 à 2,8 % au dernier trimestre de 1997. Toutefois, dans un ou deux pays, la diminution de l'inflation était une conséquence de la réticence à libérer les prix et témoignait davantage du cortège des problèmes à venir que du succès de la politique de stabilisation.

À l'exception de la Bulgarie, de la Slovaquie et de la Fédération de Russie, tous les pays en transition continuaient d'accuser un déficit courant, ce qui était devenu un sujet d'inquiétude à la suite de la crise asiatique et avait poussé certains pays à prendre des mesures restrictives, même si le déficit n'avait pas atteint un poids excessif en pourcentage de leur PIB. La persistance de déficits élevés et croissants en Croatie, en Slovaquie et dans les États baltes était particulièrement préoccupante.

La plupart des pays de la région n'ont pas été directement touchés de manière sensible par la crise asiatique, soit parce que leur économie est encore relativement fermée ou parce qu'ils ont, au cours des dernières années, commencé à corriger de manière notable leurs déséquilibres macroéconomiques. Suite à l'effondrement des actions à Hong-kong (Chine) en octobre 1997, seuls les marchés boursiers russe, ukrainien et estonien ont essuyé des pertes comparables. Dans la Fédération de Russie et en Ukraine, les faiblesses structurelles du système bancaire, conjuguées aux déséquilibres budgétaires pesant sur les marchés financiers, ont rendu la Bourse plus vulnérable aux humeurs changeantes du marché.

Pour 1998, les perspectives sont plutôt nuancées. La croissance devrait rester vigoureuse dans les trois États baltes, mais un léger ralentissement est prévisible en Estonie. En Europe centrale et orientale, si l'on considère les pays qui ont enregistré un recul brutal en 1997, la croissance devrait être

positive en Albanie et en Bulgarie, mais nulle en Roumanie. La Hongrie et, dans une moindre mesure, la République tchèque, devraient connaître une croissance relativement forte. Par contre, un ralentissement est prévu dans les pays où la progression de l'activité a été particulièrement rapide en 1997 (Croatie, Pologne et Slovaquie), en raison de la nécessité de donner un coup d'arrêt à l'aggravation des déséquilibres externes.

La baisse générale des prix de certains produits de base, notamment du pétrole, devrait avoir des répercussions défavorables sur les pays de la CEI, car ces produits représentent une fraction considérable de leurs exportations totales. Malgré les progrès accomplis en 1997, l'économie russe reste globalement fragile et ses perspectives sont très incertaines. Fortement tributaire des capitaux étrangers (en particulier des investissements de portefeuille à court terme qui financent le déficit budgétaire), elle est exposée au risque de contagion; l'avenir dépendra en grande partie de la stabilité des marchés financiers et du comportement des investisseurs de portefeuille étrangers. Enfin, la récente instabilité économique de la Fédération de Russie a aggravé la menace d'un recul en 1998.

Les perspectives des pays de la région sont entachées d'incertitudes de diverses sortes, dont certaines sont inhérentes au processus de réformes structurelles en cours. Des causes importantes d'instabilité demeurent et rendent les économies plus vulnérables aux divers désordres et chocs qui peuvent provenir non seulement d'événements extérieurs tels que la crise en Asie de l'Est, mais aussi des faiblesses institutionnelles et structurelles dont souffrent la plupart des pays en transition.

#### C. Perspectives de reprise et incertitudes

La crise financière et économique qui secoue actuellement l'Asie est plus grave, de par son ampleur et ses répercussions, que n'importe laquelle des crises ayant éclaté au cours des vingt ou trente dernières années, y compris en Amérique latine. La crise mexicaine de 1994-1995 a été un phénomène relativement isolé et limité dont les effets ont été assez localisés et plutôt éphémères. En revanche, la crise financière en Asie de l'Est a eu des répercussions sensibles sur les marchés financiers non seulement dans le Sud, mais aussi dans le Nord, et constitue la principale cause du ralentissement de la croissance mondiale, même si ses effets ne se font pas encore pleinement sentir. Son importance ne tient pas uniquement au nombre de pays directement et gravement touchés, mais aussi à l'existence de liens étroits, sur le plan commercial et financier, entre ces pays et les économies prépondérantes au sein de la région : Chine; Hong-kong (Chine); province chinoise de Taïwan; et surtout Japon.

De grandes incertitudes planent sur le rythme de la reprise en Asie de l'Est. Le précédent mexicain laissait espérer que celle-ci pourrait être rapide. En effet, la production industrielle mexicaine avait redémarré quatre mois après la crise et retrouvé son niveau initial 10 mois plus tard. Pour que le phénomène se répète en Asie de l'Est, des signes de reprise auraient dû apparaître dès février 1998 (étant donné que la crise a éclaté en septembre 1997). Or la chute de la production et des exportations se poursuit dans la plupart des pays asiatiques et ce mouvement gagne des pays qui avaient été initialement épargnés.

Une autre différence importante est que le Mexique avait pâti d'un taux de change manifestement surévalué et que ses importations faisaient une place excessive aux biens de consommation, qui bénéficiaient de l'expansion rapide du

crédit. La dévaluation a donc permis de réorienter les dépenses, tandis que l'effondrement du système bancaire réduisait la consommation intérieure. Le sauvetage financier des banques a sensiblement accru la dette publique et le service de cette dette, rendant nécessaire une politique d'austérité budgétaire qui a contribué à freiner davantage la consommation intérieure. La reprise a été possible essentiellement parce que les États-Unis ont apporté à temps l'aide financière nécessaire et que l'expansion vigoureuse que ce pays connaissait en faisait un débouché important pour les biens exportés par son partenaire commercial au sein de l'ALENA.

En Asie de l'Est, le problème ne venait pas d'un excès de consommation, l'épargne privée étant élevée et le budget excédentaire. La balance des paiements d'un certain nombre de pays accusait un déficit chronique, qui a été aggravé par le retournement de la demande extérieure, la chute des prix à l'exportation et l'appréciation du dollar. Le véritable problème résidait dans la vulnérabilité croissante aux chocs externes, due au recours excessif à des emprunts extérieurs à court terme non couverts pour financer les déficits, et à leur utilisation par les institutions financières des pays concernés pour financer des sociétés immobilières et de crédit. L'effondrement des monnaies a entraîné des pertes considérables en capital pour les banques et les sociétés exposées aux risques de change, ce qui les a obligées à réduire leurs prêts et leurs dépenses et à restructurer leur bilan. D'où les difficultés à obtenir ne serait-ce que des crédits de trésorerie pour financer la production et les exportations. Les faillites généralisées de banques et d'entreprises ont eu un effet désastreux sur les capacités de production et le tissu financier de l'économie, empêchant celle-ci de s'adapter à la crise par un accroissement de la production et des exportations.

Face à la crise financière, le Mexique avait agi rapidement pour restructurer les banques, transférant leurs créances douteuses à un organisme public spécial, créant un mécanisme pour pourvoir aux besoins de financement à court terme des entreprises de production et injectant de nouvelles liquidités dans l'économie grâce à la vente d'établissements bancaires à des étrangers. Les pays asiatiques n'ont pas suivi ce type de politique; les banques et les entreprises qui, en général, ont été abandonnées à leur sort, sont incapables de fonctionner de manière efficace. Enfin, à la différence des États-Unis à l'époque de la crise mexicaine, la principale puissance économique de la région - le Japon - est entrée en pleine récession et n'est donc pas en situation de stimuler la reprise dans les pays asiatiques.

Le redressement des pays asiatiques devrait donc être bien plus lent que celui du Mexique. Une crise due au surinvestissement et à la fragilité du système financier est en général plus difficile à surmonter qu'une crise due à la surconsommation. La restructuration des bilans des entreprises et des banques est un processus beaucoup plus long que le réajustement des dépenses de consommation. Par ailleurs, en Asie du Sud-Est, la crise s'est greffée sur un certain nombre de faiblesses structurelles qui menaçaient déjà de ralentir la croissance des exportations et de la production. Comme l'indiquait de façon assez détaillée le Rapport sur le commerce et le développement 1996, la croissance des pays de la région était trop tributaire des capitaux étrangers et la période facile de promotion des exportations tirait à sa fin. Le rapport faisait valoir qu'en l'absence de mesures efficaces visant à diversifier les productions, à moderniser l'industrie et à accroître la productivité, la région serait pénalisée par l'effritement de sa compétitivité, l'interruption des apports de capitaux et l'essoufflement de la croissance, notamment du fait de

l'émergence de concurrents tels que la Chine et l'Inde qui bénéficient de coûts moins élevés dans leurs industries de main-d'oeuvre. Même si les ajustements des taux de change ont contribué à rétablir la compétitivité, les faiblesses structurelles évoquées demeurent et leur solution aura certainement été rendue plus difficile par la crise et la baisse d'activité dans la région.

Les perspectives des pays touchés ne peuvent être dissociées de l'évolution de l'ensemble de l'Asie de l'Est, notamment du Japon, de la Chine et des NPI du premier rang. La crise aura sans doute des conséquences graves pour la dynamique de croissance et l'intégration des pays de la région, processus qui avait été comparé à un "vol d'oies". Selon ce modèle, les pays arrivés à différents stades d'industrialisation et de développement devraient avancer ensemble à la faveur d'une modernisation progressive de leurs industries s'appuyant sur le commerce et l'investissement intrarégionaux, lesquels facilitent une localisation de la production en fonction des avantages comparatifs. Dans un tel contexte, la récession au Japon devrait avoir des incidences importantes sur la pérennité de la croissance des NPI d'Asie de l'Est.

Une autre question, tout aussi importante, se pose : compte tenu de la mondialisation croissante de l'économie, le reste du monde peut-il enregistrer un niveau de croissance satisfaisant si les économies d'Asie de l'Est, notamment les NPI des premier et deuxième rangs et le Japon, vacillent ? La crise a rendu beaucoup plus complexe la compréhension des facteurs qui sous-tendent les prévisions à court terme et a fortiori les projections à long terme. Même avant le début de la tourmente financière, les projections établies pour 1997 par divers organismes internationaux et instituts de recherche pour les pays de l'OCDE sous-estimaient systématiquement la croissance de l'économie américaine tout en surestimant celle du Japon (tableau 8). Leurs prévisions pour 1998 relatives au Japon révèlent à l'évidence une grande incertitude puisqu'elles varient entre -1,3 % et +2,3 % (tableau 9). Étant donné l'interdépendance croissante des pays sur le plan des échanges et des flux de capitaux, toute erreur de prévision concernant l'un d'eux peut avoir des répercussions considérables sur les prévisions relatives aux autres.

Tableau 8

**CROISSANCE DU PIB DANS CERTAINS PAYS DE L'OCDE EN 1997 :**  
**COMPARAISON DE LA CROISSANCE RÉELLE AVEC LES PRÉVISIONS DE DIVERSES INSTITUTIONS**  
*(en pourcentage)*

<i>Pays</i>	<i>LINK</i>	<i>CEE</i>	<i>OCDE</i>	<i>UE</i>	<i>FMI</i>	<i>NIESR</i>	<i>NOMURA</i>	<i>CNUCED</i>	<i>Croissance réelle</i>
Etats-Unis	2,6	2,5	3,6	2,3	3,0	2,8	2,6	2,9	3,8
Japon	1,5	1,6	2,3	1,8	2,2	2,0	1,1	1,9	0,5
Allemagne	2,5	2,0	2,2	2,2	2,3	2,5	1,8	2,2	2,2
France	2,5	2,2	2,5	2,1	2,4	2,6	1,8	1,9	2,3
Italie	1,1	1,2	1,0	1,4	1,0	1,1	0,6	1,2	1,3
Royaume-Uni	3,2	3,0	3,0	3,0	3,3	3,0	2,7	2,5	3,4

Source : Tableau 1 pour les taux de croissance réels; *Rapport sur le commerce et le développement, 1997*, tableau 9.

**Tableau 9**

**DIFFÉRENTES PRÉVISIONS DE LA CROISSANCE DU PIB  
DANS CERTAINS PAYS DE L'OCDE POUR 1998**  
(en pourcentage)

<i>Pays</i>	<i>LINK</i>	<i>CEE</i>	<i>OCDE</i>	<i>UE</i>	<i>FMI</i>	<i>NIESR</i>	<i>NOMURA</i>	<i>CNUCED</i>
Etats-Unis	2,7	2,5	2,7	2,6	2,9	2,6	2,7	2,3
Japon	0,0	0,1	-0,3	2,3	0,0	0,8	-0,6	-1,3
Allemagne	2,6	2,5	2,7	3,2	2,5	2,4	2,4	2,3
France	3,0	2,8	2,9	3,1	2,9	2,8	2,8	2,5
Italie	2,4	2,5	2,4	2,5	2,3	2,0	..	2,2
Royaume-Uni	2,3	2,0	1,7	2,1	2,3	2,2	2,1	2,1
<b>Pour mémoire :</b>								2
Union européenne	2,5	2,7	2,7	3,0	2,8	2,6	,2 a/	2,6

Sources : Nations Unies, Université de Pennsylvanie et Université de Toronto, "Project Link World Outlook" (document ronéotypé), pr réunion post-LINK (mai 1998); CEE, *Etude sur la situation économique de l'Europe en 1998* (No 1) (publication des Nations Unies, numéro de vente : F.98.II.E.1); OCDE, *Perspectives économiques* (juin 1998); Commission des communautés européennes, *European Economy, Supplément* (octobre 1997); FMI, *World Economic Outlook* (mai 1998); National Institute of Economic and Social Research (Londres), *National Institute Economic Review* (avril 1998); Institut de recherche Nomura (Tokyo), *Quarterly Economic Review* (mai 1998); et tableau 1.

a/ Total OCDE.

## Chapitre II

### RÉPERCUSSIONS COMMERCIALES DE LA CRISE EST-ASIATIQUE

En 1997, l'évolution de l'économie mondiale a été marquée par la crise économique et financière en Asie, dont les effets ont été fortement ressentis dans la région pendant le dernier trimestre de l'année, en particulier en Indonésie, en République de Corée et en Thaïlande. Dans les pays gravement touchés, les ajustements sont à peine amorcés, et leurs répercussions directes et indirectes sur l'économie des autres pays de la région comme sur le reste du monde ne sont pas encore toutes connues. Comme on l'a vu dans le chapitre précédent, la crise a entraîné un ralentissement, plus ou moins marqué, de la croissance escomptée de la production dans toutes les régions.

Il est difficile d'évaluer avec précision les conséquences de la crise pour l'économie mondiale, non seulement parce que la situation économique et financière de nombre de pays touchés n'est pas encore stabilisée, mais aussi parce que l'on ne sait pas encore très bien comment, dans les autres régions, les pouvoirs publics réagiront. Les effets de la crise asiatique peuvent se transmettre aux autres pays de diverses façons. L'ajustement se fera probablement en grande partie par une modification de l'orientation et de la composition des courants commerciaux, en particulier pour les produits primaires.

#### A. Importance du commerce asiatique

Il existe entre l'Asie et le reste du monde des liens solides. Bâties selon le schéma du développement économique "en vol d'ois sauvages" - division du travail entre pays se situant à différents niveaux d'industrialisation 1/ - la plupart des économies d'Asie de l'Est et du Sud-Est sont devenues des acteurs de plus en plus importants du commerce international et ont joué un rôle de premier plan dans la participation et l'intégration croissantes des pays en développement à l'économie mondiale. Le commerce est le vecteur d'une forte intégration régionale; ainsi, en 1996, 52 % environ des exportations totales de marchandises de l'Asie ont été vendues à l'intérieur de la région, tandis que 54 % des importations totales provenaient aussi de la région. Pour diverses catégories de marchandises, la part des exportations absorbée par des partenaires régionaux est encore plus élevée - par exemple, 63 % pour les produits agricoles, 85 % pour les produits miniers - tandis que la part des produits manufacturés est d'environ 48 %. En ce qui concerne les services, un fait notable est que l'importante industrie du tourisme en Asie, qui englobe un large éventail d'industries en amont et en aval, est dominée par le commerce intrarégional. Le tourisme intrarégional représente près de 80 % du total des arrivées de touristes en Asie. Grâce à leur dynamisme, les pays asiatiques sont désormais non seulement d'importants fournisseurs compétitifs sur les marchés mondiaux pour une vaste gamme de produits, mais aussi, de plus en plus, une "locomotive" pour l'économie mondiale grâce à leurs besoins considérables et croissants en importations.

#### 1. Importations asiatiques

Les importations totales de marchandises des membres de l'Association des nations de l'Asie du Sud-Est (ANASE) 2/ se sont établies en 1996 à 372 milliards de dollars, ce qui plaçait l'ANASE au troisième rang dans le commerce mondial, après l'Union européenne et les États-Unis, et avant le Japon, qui venait au

quatrième rang. Illustration du dynamisme de ces pays, leur part dans les importations mondiales a plus que doublé par rapport à 1985, pour atteindre 7,1 % en 1996 (tableau 10). Aucun autre marché n'a connu une telle croissance de ses importations. Si l'on ajoute aux importations de l'ANASE celles d'autres marchés émergents d'Asie et celles du Japon, on obtient un total d'environ 25 % des importations mondiales de marchandises en 1996. Outre que ses importations se caractérisent par une grande diversité, la région est aussi un gros importateur de produits de base, notamment de combustibles, de denrées alimentaires, de minerais et de métaux, ainsi que de matières premières agricoles (tableau 11).

**Tableau 10**

**COMMERCE MONDIAL DES MARCHANDISES PAR RÉGION, 1996**  
(en milliards de dollars et en pourcentage)

<i>Exportations/importations</i>	<i>Exportations</i>			<i>Importations</i>		
	<i>Valeur</i>	<i>Part</i>	<i>Variation par rapport à 1995</i>	<i>Valeur</i>	<i>Part</i>	<i>Variation par rapport à 1995</i>
	<i>(milliards de dollars)</i>	<i>(pourcentage)</i>		<i>(milliards de dollars)</i>	<i>(pourcentage)</i>	
Monde	5 115	100,0	4	5 265	100,0	4
Amérique du Nord	827	16,2	6	994	18,9	6
États-Unis	625	12,2	7	818	15,5	6
Amérique latine	249	4,9	11	273	5,2	11
Mexique	96	1,9	21	90	1,7	24
Europe occidentale	2 282	44,6	3	2 235	42,5	2
Union européenne (15)	2 110	41,2	3	2 053	39,0	2
Pays en transition	169	3,3	6	174	3,3	13
Europe centrale et orientale	81	1,6	2	108	2,0	13
Afrique	116	2,3	12	127	2,4	3
Moyen-Orient	165	3,2	16	143	2,7	8
Asie	1 309	25,6	1	1 318	25,0	5
Japon	411	8,0	-7	349	6,6	4
Chine	151	3,0	2	139	2,6	5
ANASE	336	6,6	5	372	7,1	6

Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED, à partir de données de l'OMC.

Tableau 11

**PART DE CERTAINS PAYS D'ASIE DANS LES IMPORTATIONS MONDIALES  
DE CERTAINS GROUPES DE PRODUITS, 1996**  
(en pourcentage)

Région/pays	Part dans les importations mondiales de							
	Tous produits	Denrées alimentaires	Céréales	Matières premières agricoles	Combustibles	Minerais et métaux	Articles manufacturés	Textiles et vêtements
<b>Pays en développement d'Asie de l'Est et du Sud-Est (à l'exclusion de la Chine)</b>	<b>15,3</b>	<b>9,9</b>	<b>22,2</b>	<b>16,0</b>	<b>14,3</b>	<b>36,0</b>	<b>6,4</b>	<b>14,7</b>
Indonésie	0,8	1,0	4,4	1,7	0,9	2,5	0,3	0,7
Malaisie	1,5	0,9	2,5	0,8	0,5	3,7	0,4	0,5
Philippines	0,7	0,6	2,3	0,6	0,7	1,6	0,2	0,4
République de Corée	2,8	1,9	5,9	5,0	5,5	9,0	0,9	1,8
Thaïlande a/	1,3	0,6	0,8	2,2	1,1	4,7	0,5	0,7
Hong-kong, Chine	3,8	2,4	1,3	2,4	1,0	5,1	2,6	8,5
Singapour	2,5	1,2	1,0	0,7	2,8	3,1	0,8	1,0
Province chinoise de Taïwan	1,9	1,3	3,9	2,8	1,9	6,5	0,7	1,0
<b>Chine</b>	<b>2,7</b>	<b>1,8</b>	<b>5,8</b>	<b>5,3</b>	<b>1,6</b>	<b>8,3</b>	<b>1,3</b>	<b>4,6</b>
<b>Japon</b>	<b>6,7</b>	<b>11,6</b>	<b>15,3</b>	<b>12,4</b>	<b>13,7</b>	<b>14,8</b>	<b>2,7</b>	<b>7,5</b>
<b>Total des destinations ci-dessus</b>	<b>24,6</b>	<b>23,2</b>	<b>43,2</b>	<b>33,7</b>	<b>29,6</b>	<b>59,1</b>	<b>10,3</b>	<b>26,8</b>

Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après les bandes magnétiques de données des *Commodity Trade Statistics*.  
a/ 1995.

Ces dernières années, presque toutes les régions ont accru la part de leurs exportations vers l'Asie. En 1996, le Japon venait en tête de l'ensemble des pays de l'OCDE (avec 48,5 %), devant les États-Unis et le Canada (31,1 %) et l'Europe occidentale (9,7 %); voir le tableau 12. Pour certaines catégories d'exportations, on observe même des parts plus élevées – par exemple, 40 % environ pour les exportations agricoles des États-Unis.

La dépendance des autres régions en développement à l'égard du marché asiatique est aussi notable. À l'heure actuelle, 16 % environ des exportations agricoles et 13 % des exportations de produits miniers de l'Amérique latine sont destinés à l'Asie, les parts correspondantes pour l'Afrique étant d'environ 20 % et 13 %, respectivement. Cinquante-sept pour cent des exportations de produits miniers (pétrole, essentiellement) des pays du Moyen-Orient, qui constituent l'essentiel de leurs exportations, sont destinés à l'Asie. Comme on l'a déjà noté, les pays d'Asie représentent aussi d'importants marchés les uns pour les



autres; plus de la moitié de leurs exportations totales de marchandises vont vers d'autres pays de la région.

**Tableau 12**  
**PART DE CERTAINS PAYS D'ASIE DANS LES EXPORTATIONS**  
**DE DIVERS PAYS ET RÉGIONS, 1996**  
*(en pourcentage)*

Région/pays	Part dans les exportations de							Australie et Nouvelle-Zélande
	Afrique	Amérique latine	Asie occidentale	Pays en transition	Amérique du Nord	Europe occidentale	Japon	
<b>Pays en développement d'Asie de l'Est et du Sud-Est (à l'exclusion de la Chine)</b>	<b>5,5</b>	<b>5,1</b>	<b>23,3</b>	<b>4,3</b>	<b>16,6</b>	<b>5,6</b>	<b>40,5</b>	<b>26,7</b>
Indonésie	0,6	0,4	1,0	0,3	0,8	0,4	2,1	3,7
Malaisie	0,4	0,4	0,4	0,3	1,6	0,6	4,7	3,0
Philippines	0,1	0,3	1,7	0,3	0,9	0,2	1,8	1,4
République de Corée	1,3	1,7	9,1	1,2	4,5	1,0	7,7	6,3
Thaïlande <sup>a/</sup>	0,7	0,4	1,6	0,8	1,1	0,6	5,3	1,8
Hong-kong, Chine	0,2	0,5	0,6	0,4	2,2	1,1	6,6	3,3
Singapour	0,6	0,6	6,5	0,2	2,8	0,9	5,8	2,9
Province chinoise de Taïwan	1,7	0,8	2,5	0,8	2,7	0,8	6,7	4,3
<b>Chine</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>1,0</b>	<b>7,1</b>	<b>5,1</b>
<b>Japon</b>	<b>2,5</b>	<b>4,3</b>	<b>21,4</b>	<b>2,4</b>	<b>11,4</b>	<b>2,5</b>	<b>-</b>	<b>21,7</b>
Inde	3,0	0,2	3,4	0,4	0,5	0,5	0,5	1,8
Pakistan	0,4	0,1	1,8	0,1	0,2	0,1	0,3	0,3
<b>Total des destinations ci-dessus</b>	<b>12,2</b>	<b>11,2</b>	<b>51,9</b>	<b>10,3</b>	<b>31,1</b>	<b>9,7</b>	<b>48,5</b>	<b>55,8</b>

Source : Voir le tableau 11.

<sup>a/</sup> 1995.

Dans les échanges mondiaux de services commerciaux, l'Asie vient au deuxième rang des régions importatrices, avec une part d'environ 28 % des importations mondiales en 1996; elle n'est dépassée que par l'Europe occidentale (45 %) et est suivie par l'Amérique du Nord (13 %). Les services représentent une importante proportion (environ 20 %) des importations totales de la région, supérieure à la part des services dans les importations mondiales. L'Asie conserve son rang de deuxième région importatrice du monde pour les trois principales catégories de services que sont les services de transport, les services relatifs aux voyages et les autres services commerciaux. Dans le secteur des voyages touristiques, qui domine la catégorie des voyages, la part de l'Asie dans le tourisme à destination d'autres régions a rapidement augmenté ces dernières années, pour s'établir à 15 % environ du total mondial 3/.

## 2. Exportations asiatiques

Du fait de la croissance industrielle et commerciale phénoménale qu'ils ont connue pendant les trois dernières décennies, les pays d'Asie de l'Est et du Sud-Est sont devenus de sérieux fournisseurs compétitifs sur les marchés mondiaux pour une vaste gamme de produits. L'Asie dans son ensemble assure aujourd'hui 26 % environ des exportations mondiales de marchandises. La croissance et la part des exportations asiatiques dans le commerce mondial de certaines catégories de produits méritent d'être relevées (tableau 13). Dans le secteur des machines et du matériel de transport, la part de l'Asie dans les exportations mondiales en 1996 (qui n'a pas été une année favorable pour les exportations asiatiques) a été supérieure à 30 %, et n'a été dépassée que par celle de l'Europe occidentale. Dans le sous-secteur des machines de bureau et du matériel de télécommunication, cette part a rapidement augmenté et est aujourd'hui de 50 % environ. L'Asie est aussi un gros exportateur de produits de l'industrie automobile, avec une part – en progression constante – d'environ 20 % des exportations mondiales. Elle prédomine dans les textiles, en particulier les vêtements, avec une part supérieure à 40 %. Toutefois, pendant la période 1990-1996, tandis que les exportations asiatiques de vêtements augmentaient de 3 % par an vers l'Amérique du Nord et de 4 % par an vers l'Europe occidentale, celles de l'Amérique latine à destination de l'Amérique du Nord progressaient de 20 % par an et celles de l'Europe orientale à destination de l'Europe occidentale, de 23 % par an. Cela dénote une évolution perceptible de la production est-asiatique vers des produits à plus forte intensité de qualifications.

En 1996, en dehors des échanges intrarégionaux examinés plus loin, les exportations asiatiques de marchandises ont surtout concerné l'Amérique du Nord (23 %) et l'Europe occidentale (16,2 %), suivis de loin par le Moyen-Orient (2,6 %), l'Amérique latine (2,3 %) et l'Afrique (1,5 %). Les exportations extrarégionales sont dominées par les articles manufacturés (82 % en 1996). S'agissant des services, tout en étant la deuxième plus grosse région exportatrice, après l'Europe occidentale, dans les échanges mondiaux de services commerciaux, elle est aussi la première région importatrice nette de services commerciaux. Un certain nombre de pays d'Asie comptent parmi les principaux exportateurs mondiaux de services de transport, de services de voyage et d'autres services commerciaux.

### B. Répercussions sur les échanges régionaux

Étant donné le poids économique relatif et les liens économiques réciproques de l'ensemble des pays d'Asie de l'Est et du Sud-Est, il est vraisemblable que la crise financière et économique qui a gagné l'ensemble de la région depuis le milieu de l'année 1997 pèsera sur l'évolution du commerce international. Cette crise est le premier grand revers économique que la région ait eu à subir depuis le début de sa période de forte croissance. Sa gravité, tant par l'ampleur que par les répercussions, se fait de plus en plus sentir sur les échanges commerciaux et les domaines connexes.

Tableau 13

**PART DES EXPORTATIONS DE L'ASIE ET DE L'OCÉANIE DANS LES EXPORTATIONS MONDIALES  
EN 1996, PAR GRAND GROUPE DE PRODUITS**  
(en pourcentage du total du groupe de produits visé)

	<i>Part de l'Asie et de l'Océanie</i> <i>a/</i>	<i>dont :</i> Japon
<b>Produits agricoles</b>	19,1	0,7
Denrées alimentaires	18,0	0,4
Matières premières	23,0	1,9
<b>Produits miniers</b>	15,2	1,1
Minerais et autres minéraux	23,3	1,2
Combustibles	13,8	0,5
Métaux non ferreux	16,6	3,7
<b>Articles manufacturés</b>	28,8	10,4
Fer et acier	22,0	10,8
Produits chimiques	16,0	6,1
Autres articles semi-finis	20,5	4,9
Machines et matériel de transport	31,6	14,4
Produits de l'industrie automobile	19,8	15,9
Machines de bureau et matériel de télécommunication	49,9	15,9
Textiles	42,7	4,6
Vêtements	42,6	0,3
Autres biens de consommation	29,3	7,5
<b>Total exportations de marchandises</b>	25,6	8,0

Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED, à partir de statistiques tirées du *Rapport annuel, 1997*, de l'OMC, vol. II (Genève, 1997)  
a/ Australie et Nouvelle-Zélande.

Comme le montre le tableau 14, les cinq pays asiatiques les plus touchés (Indonésie, Malaisie, Philippines, République de Corée et Thaïlande – souvent désignés ci-après par l'expression "groupe des cinq pays d'Asie" – entretiennent des relations commerciales intenses avec les autres pays en développement de la région : entre 25 % et 45 % de leurs exportations sont destinées à ces pays partenaires, et entre 17 % et 35 % de leurs importations en proviennent. Pays développés d'Asie inclus, la part du commerce intrarégional s'établit dans une fourchette allant de 45 % à 65 % pour les importations comme pour les exportations. Il est donc normal de partir des échanges intrarégionaux en Asie

Tableau 14

RELATIONS COMMERCIALES ENTRE CERTAINS PAYS D'ASIE, 1996  
(en pourcentage des échanges totaux)

Exportateurs	Destination des exportations					
	Total Asie et Océa- nie a/	Japon Australie Nouvelle- Zélande	Asie en développem- ent	Chine	Groupe des cinq pays d'Asie b/	Autres destin- ations
Chine	59,4	21,7	37,7	-	8,3	29,4
Hong-kong, Chine c/ Exportations de produits nationaux	55,4	8,1	47,4	34,3	5,3	7,8
Indonésie	63,0	28,5	34,6	4,1	11,8	18,6
Japon	46,4	2,2	44,2	5,3	19,6	19,3
Malaisie	62,1	15,3	46,9	2,4	9,9	34,6
Pakistan	31,6	8,3	23,3	1,3	6,4	15,6
Philippines	44,5	18,8	25,8	1,6	9,6	14,6
République de Corée	52,1	13,7	38,4	8,8	9,3	20,3
Singapour c/, d/	62,9	10,5	52,4	2,7	30,2	19,5
Province chinoise de Taïwan	54,5	13,6	40,9	0,5	10,6	29,7
Thaïlande	55,8	18,5	37,3	3,4	8,3	25,7
Importateurs	Origine des importations					
	Total Asie et Océa- nie a/	Japon Australie Nouvelle- Zélande	Asie en développem- ent	Chine	Groupe des cinq pays d'Asie b/	Autres origine s
Chine	59,0	23,8	35,2	-	13,9	21,3
Hong-kong, Chine c/	76,7	14,7	61,9	36,7	10,4	14,9
Indonésie	54,6	26,3	28,4	3,7	10,3	14,3
Japon	42,6	4,8	37,8	11,6	16,5	9,7
Malaisie	64,0	28,0	36,0	2,4	11,4	22,2
Pakistan	33,1	12,3	20,7	4,7	10,2	5,8
Philippines	55,0	24,9	30,1	2,2	11,6	16,3
République de Corée	43,0	25,6	17,4	5,7	5,9	5,8
Singapour c/, d/	58,5	19,2	39,3	3,3	27,5	8,5
Sri Lanka	63,3	14,9	48,5	3,5	16,1	28,9
Province chinoise de Taïwan	50,5	30,0	20,5	3,0	11,8	5,7
Thaïlande	56,9	30,5	26,3	2,7	10,8	15,5

Source : OMC, d'après les bandes magnétiques de données des *Commodity Trade Statistics* (Nations Unies).

a/ Australie et Nouvelle-Zélande.

b/ Indonésie, Malaisie, Philippines, République de Corée et Thaïlande.

c/ Y compris d'importantes réexportations.

d/ Chiffres ajustés pour tenir compte des exportations de Singapour vers l'Indonésie.

de l'Est et du Sud-Est pour analyser les incidences de la crise. De fait, la dynamique particulière de la région est l'une des explications du succès des

pays qui la composent : des pays en rapide croissance ont constitué les uns pour les autres des marchés en expansion et complémentaires. Cette situation portait en elle le risque d'un effet de "contagion", qui s'est effectivement matérialisé en conséquence de la crise.

Le ralentissement économique en Asie touche donc non seulement les pays dans lesquels une crise financière aiguë s'est déclenchée en juillet 1997 (Indonésie, République de Corée et Thaïlande), mais aussi le Japon (où l'économie est léthargique depuis plusieurs années et où le fléchissement de l'activité en 1997 a été aggravé par la crise financière). L'extension régionale de la récession économique donne à penser que le malaise économique né dans la région aura sans doute de plus fortes répercussions sur le commerce international et l'économie mondiale que l'on ne pourrait le supposer en ne considérant que les pays dans lesquels la crise financière a éclaté.

De nombreux pays d'Asie accusent à l'heure actuelle, à des degrés différents, une contraction de la demande intérieure et des importations. Pour ceux dont la part des exportations intrarégionales est élevée, on observe déjà les signes d'un fléchissement des exportations et d'une spirale descendante des échanges régionaux. Par exemple, pour le Japon, les données relatives au premier trimestre de 1998 montrent que les exportations vers l'Asie ont fortement diminué; elles ont continué de diminuer en avril. Pour le seul mois de février, la baisse des exportations vers l'Indonésie, la Thaïlande, la République de Corée et la Malaisie a été de 56 %, 41 %, 38 % et 24 %, respectivement. Les importations en provenance d'Indonésie, de Malaisie et du Viet Nam ont diminué de 23 %, 22 % et 30 %, respectivement 4/. Depuis le début de 1998, la croissance des exportations japonaises évaluées en yen a continué de se ralentir, pour devenir négative en avril par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Sur cette base et calculées en dollars, les exportations japonaises ont reculé depuis novembre 1997. Depuis le début de 1998, les importations se sont aussi fortement contractées chaque mois par rapport au mois correspondant de l'année précédente.

Au premier trimestre de 1998, la Province chinoise de Taïwan a enregistré son premier déficit commercial trimestriel depuis 17 ans. La baisse des exportations reflète la contraction de la demande dans la région asiatique, qui ces dernières années absorbait environ 50 % de ses exportations. De janvier à mars, les exportations vers l'Asie du Sud-Est ont chuté de près de 27 %, vers le Japon de 24 % et à destination de Hong-kong, Chine de 3,2 % 5/. En mai 1998, les exportations de la République de Corée ont diminué en valeur absolue pour la première fois depuis le début de la crise. Les exportations vers l'Asie, qui représentent 50 % des expéditions totales, ont diminué de 10,8 % pendant les quatre premiers mois de 1998, le fléchissement des exportations vers l'Asie du Sud-Est étant de 27,1 % 6/. Bien que les exportations de la Chine sur les cinq premiers mois de 1998 aient progressé de 8,6 % par rapport à la période correspondante de l'année précédente, elles ont diminué de 1,5 % pendant le seul mois de mai, et ce pour la première fois depuis 22 mois. D'avril à novembre 1997, le taux de croissance des exportations de l'Inde vers l'Asie a été inférieur à celui de la période correspondante de 1996, et l'on a enregistré des diminutions en valeur absolue des exportations vers la République de Corée, la Thaïlande et Singapour, et une croissance ralentie des exportations vers l'Indonésie et Hong-kong, Chine. En outre, les pays en développement s'inquiètent d'une baisse marquée de leur compétitivité par rapport à l'Indonésie, à la Malaisie, à la Thaïlande et à la République de Corée, en raison de la dévaluation de la monnaie de ces pays.

### C. Incidences commerciales en dehors de la région asiatique

Les répercussions de la crise asiatique sur les autres régions et pays dépendront d'un certain nombre de facteurs, dont la structure des échanges et la compétitivité. S'ajoutent aux effets directs sur le volume et les prix des biens échangés des effets indirects qui viennent renforcer ou neutraliser les premiers, et qui tiennent à la concurrence sur des marchés tiers ainsi qu'à l'accès aux ressources financières et au coût de ces ressources.

L'adoption de politiques monétaires et budgétaires restrictives pour faire face à la crise financière, en particulier dans les pays le plus gravement touchés, a beaucoup réduit l'activité économique et la demande intérieure 7/. L'aggravation du chômage qui en a découlé a également ajouté à l'effet initial de réduction des dépenses (voir le chapitre III). La réduction de la dépense globale devrait entraîner une baisse des importations totales, touchant à des degrés divers les différents produits et différents pays fournisseurs.

Si elles s'avèrent durables, les fortes dépréciations subies par les monnaies de la région (qui dans certains cas ont dépassé 86 % par rapport au dollar) auront aussi des conséquences directes sur les échanges. Dans la mesure où les alignements monétaires sont répercutés, ils peuvent entraîner un important rééquilibrage général des prix des biens et services marchands produits dans la région par rapport à ceux des biens et services produits ailleurs. Tandis que les exportations deviendront plus concurrentielles, les importations deviendront plus chères. Les effets globaux varieront d'un secteur à un autre. Par exemple, l'ampleur de la réduction possible des prix à l'exportation en devises sera inférieure à l'ampleur de la dévaluation si des intrants importés sont nécessaires à la production d'un bien destiné à l'exportation.

Compte tenu de la vigueur antérieure du commerce et de la croissance des pays d'Asie les plus touchés, la forte dépréciation du taux de change effectif réel de ces pays et leur capacité excédentaire en matière de production pour l'exportation, ont suscité l'espoir d'une assez forte reprise tirée par les exportations. Toutefois, comme on l'a vu au chapitre I, la capacité d'adaptation du secteur des exportations a été entravée jusque-là non seulement par le renchérissement des importations, mais aussi par une grave crise de liquidités et un resserrement du crédit à l'exportation. L'ajustement de la balance commerciale de ces pays a résulté davantage d'une diminution des importations que d'une expansion des exportations.

Un autre facteur qui peut influencer sur l'ajustement en Asie et sur ses conséquences pour le commerce est que les pays concurrents des pays asiatiques sur les marchés d'exportation peuvent être tentés, lorsqu'ils commencent à perdre des parts de marché face à des exportations asiatiques moins coûteuses, de dévaluer leur monnaie pour maintenir leur compétitivité internationale. Cela pourrait entraîner une série de dévaluations compétitives. De même, l'entrée de quantités accrues de produits bon marché en provenance d'Asie pourrait déclencher une réaction sur les principaux marchés d'importation (en particulier, en Amérique du Nord et en Europe occidentale), qui se traduirait par une prolifération de mesures antidumping et autres, ainsi que de différends commerciaux 8/.

En raison de l'importance économique des pays asiatiques et de la dépendance relative des pays en développement comme des pays développés à

l'égard des marchés asiatiques, un ralentissement de l'activité économique dans la région risque d'entraîner un fléchissement de la demande mondiale d'importations, avec des effets multiplicateurs sur les exportations et le revenu de différents pays, en particulier de pays en développement. De fait, on prévoit que l'augmentation en valeur réelle de la production pour l'ensemble des pays développés à économie de marché ne sera que de 1,8 % en 1998, contre 2,7 % en 1997, avec une récession économique au Japon (voir le chapitre I, tableau 1). Ce ralentissement aura, à son tour, des conséquences négatives pour les exportations et la croissance des pays en développement.

Pour ce qui est de l'Amérique latine, si les exportations vers l'Asie ne représentent qu'environ 10 % des exportations totales de marchandises de la région, dans certains pays (Chili, Pérou, Équateur) la proportion est beaucoup plus élevée (jusqu'à 35 % environ au Chili); voir le tableau 15 9/. Les exportations vers l'Asie ont progressé assez rapidement pendant les neuf premiers mois de 1997, mais elles ont brusquement fléchi vers la fin de l'année, en particulier dans le cas du Chili, qui exporte principalement dans les pays en crise.

Tableau 15

**PART DE L'ASIE a/ DANS LES EXPORTATIONS DE CERTAINS PAYS  
D'AMÉRIQUE LATINE, 1990-1997**  
(en pourcentage)

<i>Pays</i>	<i>1990</i>	<i>1996</i>	<i>1997 (janv.-sept.)</i>
Argentine	10,2	12,1	15,0
Brésil	16,8	16,2	15,3
Chili	24,6	33,3	38,1
Colombie	4,5	4,3	3,9
Mexique	6,7	3,3	3,3
Pérou	20,9	23,8	25,3
Venezuela	4,0	1,9	1,9
Moyenne du groupe	11,3	9,5	10,3
<b>Pour mémoire :</b>			
Exportations totales du groupe vers l'Asie (en millions de dollars)	12 410	21 230	17 860

Source : SELA, "The impact of the Asian crisis on Latin America" (Caracas, février 1998).

a/ Asie en développement et Japon.

En Afrique, les pays le plus touchés par la crise asiatique pourraient être la Zambie, la République-Unie de Tanzanie et le Congo, puisque plus d'un quart ou davantage de leurs exportations sont destinées à l'Asie (tableau 16). En outre, la crise pourrait se traduire par une diminution des flux d'IED vers l'Afrique, en raison d'un changement d'attitude générale des milieux économiques et financiers. Quelques pays en développement d'Asie, comme la Malaisie, sont devenus d'importants investisseurs en Afrique, mais ils devront peut-être réduire leurs investissements extérieurs pendant les quelques prochaines années.

Tableau 16

**PART DES PAYS EN DÉVELOPPEMENT D'ASIE DANS LES EXPORTATIONS  
DE CERTAINS PAYS AFRICAINS, 1994 ET 1996**

(en pourcentage)

<i>Pays</i>	<i>1994</i>	<i>1996</i>	<i>Valeur 1996 (en millions de dollars)</i>
Afrique du Sud	9,8	12,9	4 613
Angola	2,3	11,2	494
Congo	13,1	24,7	411
Égypte	11,1	7,7	401
Maroc	7,5	7,3	509
Nigéria	5,0	7,5	1 112
République-Unie de Tanzanie	24,6	30,4	244
Zambie	37,7	33,8	338

Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED, à partir de données tirées de FMI, *Direction of Trade Statistics*, 1997.

Parmi les pays en transition, ceux qui risquent de souffrir le plus de la crise sont la Fédération de Russie, le Kazakhstan, la Roumanie et l'Ukraine (tableau 17), en raison d'une diminution du volume de leurs exportations vers l'Asie et des répercussions de la récession asiatique sur les prix mondiaux des produits exportés 10/.

Tableau 17

**PART DES PAYS EN DÉVELOPPEMENT D'ASIE DANS LES EXPORTATIONS DE CERTAINS PAYS EN  
TRANSITION, 1994 ET 1996**

(en pourcentage)

<i>Pays</i>	<i>1994</i>	<i>1996</i>	<i>Valeur 1996 (en millions de dollars)</i>
Fédération de Russie	8,6	10,2	8 335
Kazakhstan	6,6	12,6	786
Pologne	4,9	3,3	816
République tchèque	3,2	2,6	563
Roumanie	9,5	6,8	519
Ukraine	10,7	7,7	1 303

Source : Voir le tableau 16.



#### D. Effets des dépréciations monétaires sur la compétitivité

Les fortes dépréciations des monnaies de la région auront d'importantes incidences sur la structure de la compétitivité internationale, tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de la région. Entre juillet 1997 et le 10 juin 1998, les monnaies de la région se sont beaucoup dépréciées par rapport au dollar, dans des proportions allant de 17 % (dollar singapourien) à plus de 80 % (rupiah indonésienne). D'autres monnaies, à l'intérieur et à l'extérieur de la région, ont aussi nettement faibli par rapport au dollar (tableau 18). Ces mouvements des taux de change modifieront vraisemblablement la compétitivité internationale relative des pays et la répartition des parts de marché sur les marchés de pays tiers.

Depuis mars 1998, certaines monnaies de la région, notamment le yen, ont continué de s'affaiblir par rapport au dollar, modifiant ainsi une fois de plus la structure de la compétitivité. Dès la deuxième semaine de juin 1998, le dollar s'échangeait à plus de 140 yen pour un dollar, soit une dépréciation du yen de près de 10 % depuis mars. Cette nouvelle baisse du yen équivaut à une hausse de la valeur de nombreuses monnaies est-asiatiques par rapport à la monnaie japonaise, ce qui annule en partie la forte dépréciation de ces monnaies par rapport au yen survenue depuis juin 1997. L'affaiblissement du yen favorisera probablement la position concurrentielle du Japon sur le marché des États-Unis et sur d'autres marchés (par exemple vis à vis d'autres pays d'Asie de l'Est, notamment la République de Corée) et réduira des importations japonaises, y compris en provenance d'Asie de l'Est, déjà en baisse.

Pour mesurer la compétitivité internationale, on utilise notamment les taux de change multilatéraux pondérés en fonction des échanges, en partie corrigés de l'inflation intérieure 11/. Les taux de change effectifs réels calculés par le FMI sont présentés dans le tableau 18 12/. La différence entre la dépréciation par rapport au dollar et la dépréciation du taux de change effectif réel rend compte i) de l'importance des échanges avec d'autres pays dont les monnaies se sont dépréciées par rapport au dollar, ainsi que de la concurrence entre les pays sur des marchés tiers; et ii) de la neutralisation partielle par un taux d'inflation intérieure plus élevé des gains de compétitivité procurés par la dépréciation de la monnaie, tenant en partie à une hausse concomitante des prix des biens échangés.

On peut établir une première approximation de l'incidence des dépréciations des monnaies asiatiques sur les exportations à destination de marché tiers à partir d'une récente étude portant sur les exportations latino-américaines à destination des marchés de l'OCDE 13/. Cette étude vise à déterminer, au niveau des positions à six chiffres du Système harmonisé (SH), les produits exportés par chaque pays latino-américain à destination des marchés de l'OCDE qui sont aussi exportés vers ces marchés par sept pays asiatiques (Indonésie, Malaisie, Philippines, Province chinoise de Taïwan, République de Corée, Singapour et Thaïlande). Pour chaque pays d'Amérique latine, sont définis comme produits soumis à la concurrence des pays asiatiques ceux pour lesquels la part des pays asiatiques dans le total des importations de l'OCDE en provenance à la fois des pays latino-américains et des pays asiatiques est égale ou supérieure à 10 %.

**Tableau 18**  
**MOUVEMENTS DES TAUX DE CHANGE a/, JUIN 1997 - MARS 1998**  
*(Variation en pourcentage des moyennes mensuelles)*

Pays	Taux de change bilatéral avec le		Taux de change effectif réel <u>b/</u>
	Dollar E.- U.	Yen japonais	
États-Unis	-	13,0	8,6
Japon	-11,5	-	-4,1
Allemagne	-5,4	6,8	-0,8
France	-4,8	7,5	-0,1
Royaume-Uni	1,1	14,2	7,7
Italie	-5,8	6,4	-0,2
Canada	-2,3	10,4	1,5
Australie	-11,1	0,4	-5,6
Nouvelle-Zélande	-16,8	-6,0	-10,6
Chine	-0,2	12,7	2,9
Inde	-9,5	2,2	-0,2
Hong-kong, Chine	-	12,9	11,2
République de Corée	-39,0	-31,0	-30,3
Singapour	-11,9	-0,5	-1,0
Province chinoise de Taïwan	-14,1	-3,0	-9,6
Indonésie	-73,9	-70,6	-63,2
Malaisie	-32,3	-23,5	-23,6
Philippines	-31,0	-22,1	-21,8
Thaïlande	-37,5	-29,4	-27,1
Argentine	-	12,9	4,7
Brésil	-2,6	10,1	6,6
Chili	-7,9	4,1	1,5
Mexique	-7,1	5,0	7,8
Pologne	-6,4	5,7	3,2
Hongrie	-11,5	-	3,9
Turquie	-38,8	-30,8	11,1
Afrique du Sud	-9,5	2,2	-2,2

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, mai 1998.

a/ Un signe négatif indique une dépréciation de la monnaie du pays.

b/ Taux de change nominal pondéré en fonction des échanges et ajusté d'après l'indice des prix à la consommation.

L'étude établit qu'environ 58 % des exportations latino-américaines à destination des marchés de l'OCDE sont potentiellement vulnérables à la concurrence asiatique du fait des effets de prix relatifs entraînés par les dépréciations monétaires (tableau 19). C'est dans les exportations à destination de l'Amérique du Nord et des pays asiatiques de l'OCDE que l'on trouve les proportions les plus importantes de produits exposés à la concurrence asiatique (62 % et 71 %, respectivement). Toutefois, les exportations vers les seconds ne représentent qu'environ 9 % des exportations latino-américaines à destination de l'OCDE dans son ensemble. Le degré de vulnérabilité varie aussi beaucoup selon les pays : ce sont les petits pays (ainsi que la Colombie et le Mexique) qui sont le plus vulnérables – à hauteur de plus de 60 %. Pour les articles manufacturés, légèrement moins de 36 % des exportations latino-américaines totales à destination de l'OCDE (d'une valeur de 61 milliards de dollars) sont exposés à la concurrence asiatique. Là encore, l'étude montre que les petits pays d'Amérique centrale et des Caraïbes sont les plus exposés, en raison de la part importante qu'occupent les vêtements et accessoires dans leurs exportations d'articles manufacturés vers les pays de l'OCDE, ainsi que, dans certains cas, les appareils électriques et électroménagers et leurs parties.

Tableau 19

PART DES EXPORTATIONS LATINO-AMÉRICAINES À DESTINATION DES PAYS DE L'OCDE POTENTIELLEMENT VULNÉRABLES À LA CONCURRENCE ASIATIQUE, PAR DESTINATION, 1995  
(En pourcentage)

Marché	Part exposée à la concurrence	Part des exportations de l'Amérique latine à destination de l'OCDE
Tous produits		
OCDE (moyenne pondérée)	57,8	100,0
<i>dont :</i>		
Etats-Unis et Canada	61,7	66,5
Japon et République de Corée	70,7	9,4
Pays européens membres de l'OCDE	41,9	24,1
Articles manufacturés		
OCDE (moyenne pondérée)	35,7	100,0

Source : R. E. Saez, "Latin American exporters to the OECD markets potentially more exposed to the Asian Crisis: A first look" (Washington, Banque interaméricaine de développement, mars 1998), document ronéotypé.

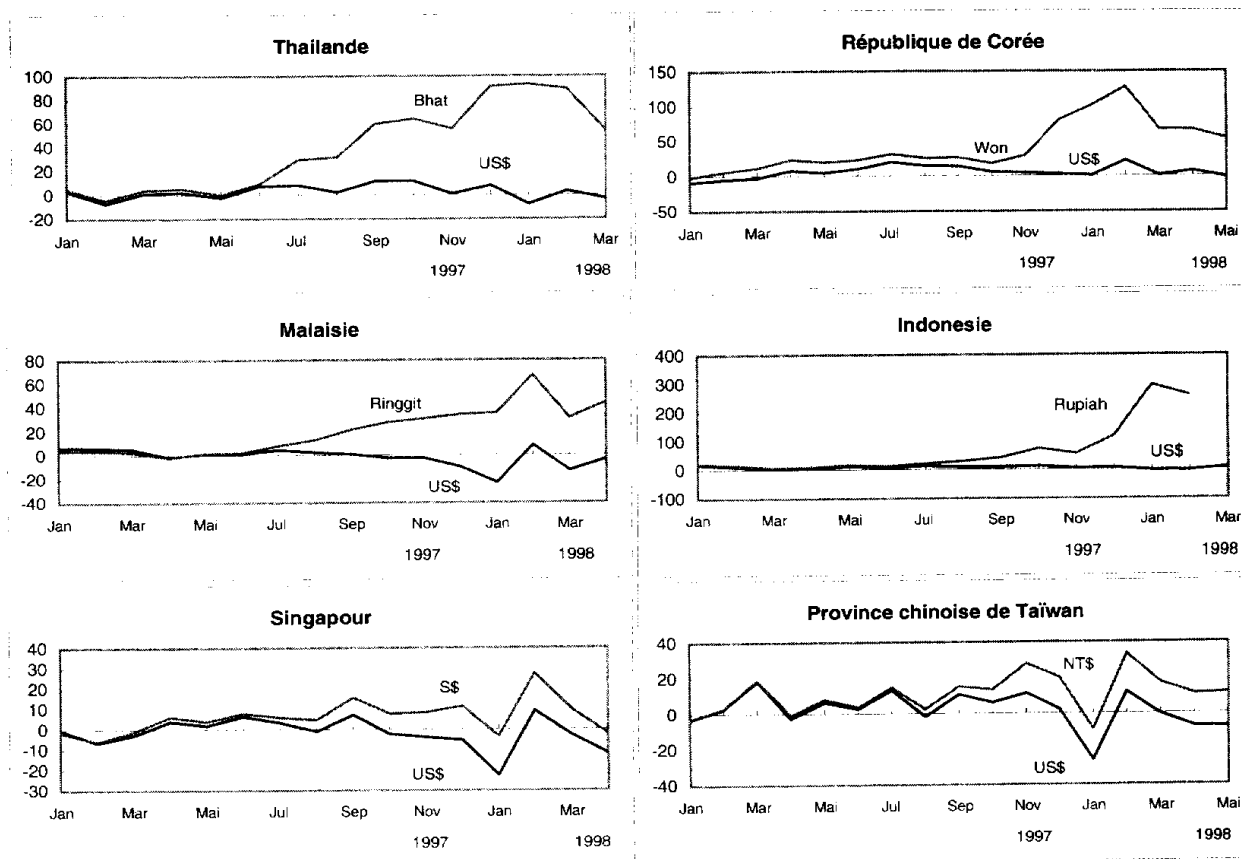
Note : Pour les explications, voir le texte.

L'examen de l'avantage compétitif procuré par les dévaluations monétaires en Asie impose de prendre aussi en compte le coefficient d'importation des exportations asiatiques. Il existe peu d'études systématiques de la part d'éléments importés entrant dans les exportations d'articles manufacturés des différents pays 14/. Ces derniers mois, diverses estimations en ont été avancées pour certains pays d'Asie de l'Est et du Sud-Est. Selon l'une d'elles, les secteurs manufacturiers de l'Indonésie, de la Thaïlande, de la Malaisie et des Philippines utilisent en moyenne, dans leurs processus de production, 30 % de pièces, matières premières et matériels importés, tandis que dans les secteurs de l'électronique et de l'assemblage de véhicules automobiles, 60 à 90 % de la valeur des exportations proviennent d'éléments importés 15/. Selon une autre source, les exportations thaïlandaises contiendraient en moyenne 60 % de composants et de matières premières importés 16/.

On a vu précédemment que l'amélioration du compte courant des pays qui se trouvaient au coeur de la tourmente était due essentiellement à une compression des importations, et non à une expansion appréciable des exportations. De fait, les variations mensuelles des exportations de l'Indonésie, de la République de Corée, de la Malaisie, des Philippines, de Singapour et de la Thaïlande par rapport aux mois correspondants de l'année précédente (graphique 1) montrent que depuis le début de 1997, les taux de progression en dollars, contrairement aux taux exprimés en monnaie nationale, ont eu tendance à rester stationnaires ou à diminuer, non à augmenter 17/.

Plusieurs raisons en rapport avec la crise peuvent expliquer le manque de dynamisme de la croissance des exportations. Etant donné la part importante du marché régional dans les exportations (de 41 % pour les Philippines à 57 % pour l'Indonésie), la poursuite et l'aggravation de la récession dans la plupart des pays d'Asie de l'Est et du Sud-Est en sont certainement une importante. De plus, la diminution des importations (en dollars) de matières premières industrielles de base, de biens intermédiaires et d'équipements des industries manufacturières, associée à la contraction générale des importations dans la région, nuit aux exportations qui ont besoin d'intrants importés. Cela peut tenir au resserrement des conditions de crédit et à la hausse des taux d'intérêt dans le cadre de la restructuration financière interne entreprise par les pays. Cette situation a privé les exportateurs, en particulier les petites et moyennes entreprises, des fonds dont ils avaient besoin pour développer leurs exportations. Par ailleurs, les dépréciations monétaires ont réduit la capacité des entreprises de se procurer des capitaux sur les marchés internationaux, en raison du coût prohibitif des remboursements. Enfin, dans certains cas, la valeur en dollars des exportations peut se ressentir des pressions à la baisse des prix à l'exportation qu'entraîne une surcapacité mondiale dans les secteurs de l'électronique et de l'électroménager. Ainsi, d'après des responsables du Ministère du commerce, de l'industrie et de l'énergie de la République de Corée, les mauvais résultats récents du commerce extérieur coréen s'expliquent en partie par la baisse importante des prix des principales exportations pendant le premier trimestre de 1998; les prix des semi-conducteurs ont chuté de 48,6 %, ceux des produits électroniques de 38,5 % et ceux des produits pétrochimiques de 19,5 % 18/.

**Graphique 1**  
**PROGRESSION DES EXPORTATIONS DE CERTAINS PAYS D'ASIE,**  
**EN MONNAIE NATIONALE ET EN DOLLARS, 1997 ET 1998**



Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED, à partir de données provenant de Datastream.

#### E. Impact sur les marchés de produits primaires

La rapide expansion économique des pays d'Asie de l'Est s'est accompagnée d'une augmentation sensible de leur demande de produits primaires. Dans l'ensemble, le niveau de leurs besoins potentiels en importations de ce type de produits avait été jugé élevé car leur consommation initiale d'un large éventail de produits de base – denrées alimentaires, matières premières agricoles, minéraux et métaux – était relativement faible par rapport aux moyennes mondiales. Au cours des années de rapide expansion économique, leur mode de développement économique, à forte intensité d'énergie et de matières premières, a contribué à l'accroissement de leur consommation de matières premières agricoles, de minéraux et de métaux. La part du groupe des cinq pays d'Asie dans la consommation mondiale d'un grand nombre de matières premières, agricoles et minérales, a plus que doublé entre 1984 et 1994 (tableau 20). De ces cinq pays, c'est la République de Corée dont la part dans la consommation de ces différents produits est la plus élevée, sauf en ce qui concerne le coton – pour lequel l'Indonésie arrive en tête.

**Tableau 20**  
**PART DU GROUPE DES CINQ PAYS D'ASIE <sup>a/</sup> DANS LA CONSOMMATION MONDIALE**  
**DE CERTAINS PRODUITS PRIMAIRES, 1984 ET 1994**  
*(Pourcentages)*

<i>Produit</i>	<i>1984</i>	<i>1994</i>
Coton	4,7	7,3
Laine	1,6	4,2
Caoutchouc naturel	9,1	15,2
Aluminium (primaire)	1,5	5,4
Cuivre affiné	2,7	7,4
Plomb métal	2,1	8,1
Nickel sous forme brute	0,4	4,5
Etain (primaire)	3,4	11,3
Zinc métal	3,9	7,8

Source : Base de données de la CNUCED.

<sup>a/</sup> Indonésie, Malaisie, Philippines, République de Corée et Thaïlande.

L'offre intérieure de denrées alimentaires et d'autres produits agricoles ainsi que de minéraux et de métaux n'a pu suivre la progression de la demande, malgré des efforts accrus d'exploration et de mise en exploitation dans les pays possédant des conditions géologiques favorables. Pour faire face à l'augmentation de la demande, il a donc fallu avoir largement recours à l'importation. Tous les pays est-asiatiques importent, par exemple, le gros du coton et de la laine qu'ils consomment. La République de Corée, moins bien dotée en ressources naturelles que les autres pays, importe presque tout le coton, le caoutchouc naturel, l'aluminium et l'étain dont elle a besoin.

Au milieu de la décennie en cours, l'Asie du Sud et de l'Est, y compris la Chine, absorbait quelque 7 % des exportations de produits alimentaires, presque 14 % des exportations de matières premières agricoles et 12 % des exportations de minerais et de métaux de l'Amérique latine. La croissance des exportations latino-américaines de produits primaires vers l'Asie a été assez rapide, avec un taux d'accroissement annuel moyen dépassant les 10 % sur la période 1980-1994, aussi bien pour les denrées alimentaires que pour les matières premières agricoles, et un taux largement supérieur à 13 % pour les exportations de minerais et de métaux, cependant que les exportations latino-américaines des mêmes produits vers le reste du monde n'augmentaient respectivement que de 2,5 %, 4 % et 3,1 %. L'Asie représentait également un débouché assez important pour l'Afrique, puisqu'elle absorbait 20 % environ des exportations africaines de matières premières agricoles et de minerais et métaux; la croissance de ces exportations (13,8 % par an pour les matières premières agricoles et plus de 16 % pour les minerais et métaux sur la période 1980-1994), a été bien supérieure au rythme d'accroissement du total des exportations africaines de ces produits (2,1 % et 3,1 % respectivement).

L'augmentation rapide de leurs importations a fait des pays d'Asie de l'Est et du Sud-Est – en particulier la République de Corée – d'importantes destinations pour les exportations de nombreux produits. Leur part dans les importations mondiales de nombreux produits est assez élevée pour que des variations de la demande de ces pays ait un impact sensible sur les marchés mondiaux (tableau 21). Quatre des cinq pays le plus touchés sont en outre de gros fournisseurs de plusieurs produits sur le marché mondial (tableau 22).

Tableau 21

**PART DU GROUPE DES CINQ PAYS D'ASIE a/ DANS LES IMPORTATIONS MONDIALES DE MINERAUX, DE MINERAIS ET DE MATIERES PREMIERES AGRICOLES**  
(Pourcentages)

<i>Minéraux et minerais</i>	1996
Minerai de plomb	10,9
Plomb métal	19,1
Minerai de cuivre	12,5
Cuivre affiné	14,8
Aluminium	10,1
Minerai de zinc	8,9
Zinc métal	16,6
Etain sous forme brute	9,1
Minerai de manganèse	6,1
Ferromanganèse	4,2
Nickel sous forme brute	4,4
Pétrole brut	8,0
<i>Matières premières agricoles</i>	1995
Viande bovine	4,6
Poisson	3,9
Blé et farine	9,7
Maïs	19,1
Sucre	8,6
Tabacs	6,5
Cuirs et peaux	18,6
Caoutchouc naturel	6,7
Bois feuillus	10,8 <u>b/</u>
Laine	8,4
Jute et articles en jute	2,4 <u>b/</u>
Coton	22,5

Source : Base de données de la CNUCED.

a/ Indonésie, Malaisie, Philippines, République de Corée et Thaïlande.

b/ 1994.

**Tableau 22**  
**PART DU GROUPE DES CINQ PAYS D'ASIE DANS LES EXPORTATIONS MONDIALES**  
**DE CERTAINS PRODUITS PRIMAIRES, 1995**

*(Pourcentages)*

<i>Produit</i>	<i>Pays a/</i>	<i>Part</i>
Riz	Thaïlande	26,5
Sucre	Thaïlande	10,8
Café	Indonésie	5,3
Cacao en fèves	Indonésie	10,6
Huile de palme	Indonésie	16,5
	Malaisie	67,3
Produits de la pêche	Thaïlande	8,6
Caoutchouc naturel	Indonésie	28,6
	Malaisie	21,9
	Thaïlande	35,2
Bois de feuillus	Indonésie	19,9 <u>b/</u>
	Malaisie	23,2 <u>b/</u>
Fibres dures <u>c/</u>	Philippines	22,7 <u>b/</u>
Jute et articles en jute	Thaïlande	6,0 <u>b/</u>
Minerai de cuivre	Indonésie	17,2
Produits intermédiaires de la métallurgie du nickel	Indonésie	19,6

Source : Base de données de la CNUCED.

a/ Pays dont la part est supérieure à 5 %.

b/ 1994.

c/ Y compris les articles manufacturés en fibres dures.

### 1. Impact global

Les pays d'Asie de l'Est et du Sud-Est étant à la fois de gros exportateurs et de gros importateurs de produits de base, la crise asiatique risque d'avoir des effets aussi bien sur l'offre que sur la demande sur les marchés internationaux de produits de base.



a) Effets sur l'offre

D'une manière générale, les produits primaires produits dans la région incorporent davantage de valeur ajoutée locale que les articles manufacturés, bien plus tributaires de facteurs de production importés. En cas de dévaluation, leur compétitivité relative sur les marchés mondiaux s'accroît davantage que celles des articles manufacturés. Malgré cet avantage et la part assez élevée des pays en crise dans les exportations mondiales, l'éventualité d'un accroissement de la production de ces pays, qui aurait un impact significatif sur les marchés mondiaux, ne s'est pas encore concrétisée et n'apparaît guère probable. Ce sont surtout la contraction de la consommation intérieure entraînée par la baisse des revenus réels et le repli de la demande de facteurs de production, imputable aux problèmes des entreprises manufacturières exportatrices, qui ont fait sentir leurs effets. D'importantes quantités de produits dont ces pays étaient importateurs ont été réorientées vers d'autres marchés, alors que les excédents exportables de produits dont ils étaient fournisseurs s'accroissaient. Jusque-là, le recours à une augmentation de la production est resté limité et l'évolution des marchés se caractérise presque exclusivement par un accroissement des stocks disponibles en raison de la baisse de la consommation régionale.

Vu les délais nécessaires pour ajuster l'offre de la plupart des produits de base, il est impossible d'augmenter fortement à brève échéance la production pour profiter des conditions créées par une dévaluation. Même si une certaine augmentation est possible grâce à des méthodes plus intensives pour le cycle de production en cours – par exemple, davantage de soins et de meilleures pratiques culturales dans le domaine agricole, une plus grande utilisation des capacités dans les industries extractives ou les industries de transformation de produits de base, ou encore une intensification de l'abattage dans le cas de la foresterie – toute décision d'accroître sensiblement la production suppose de nouveaux investissements ou la création de nouvelles plantations, qui ne se répercutent sur l'offre qu'au bout d'un certain temps. Hormis pour les cultures annuelles (le riz étant le seul grand produit de ce type dont la région est un gros exportateur), même si des investissements étaient décidés maintenant, c'est plusieurs années qu'il faudrait attendre pour que les effets s'en fassent sentir, aussi bien pour les matières premières agricoles que pour les minéraux. Etant donné la faiblesse générale des prix des produits de base et le dynamisme antérieur de la région dans le secteur manufacturier, il est en outre permis de douter que le secteur des produits de base devienne plus prioritaire qu'auparavant dans l'affectation des ressources disponibles pour l'investissement, ou que la crise amène à accroître la production au point de perturber les marchés de produits de base.

b) Effets sur la demande

Depuis l'éclatement de la crise, les importations de produits de base dans les cinq pays d'Asie en difficulté ont considérablement diminué. Dans l'analyse de ce phénomène, il convient de distinguer entre le recul des importations destinées à la consommation intérieure et la baisse des importations de facteurs destinés à la production d'exportations. Les pays le plus touchés ont effectivement réduit leur consommation intérieure et, dans la mesure du possible, remplacé les importations par des produits locaux. Les importations de denrées alimentaires et d'aliments pour le bétail ainsi que de matériaux de construction sont pour l'essentiel destinées à la consommation intérieure. S'agissant des denrées alimentaires, le Département de l'agriculture des États-

Unis d'Amérique prévoit que les cinq pays d'Asie réduiront plus particulièrement leurs importations de produits à forte valeur, tels que produits horticoles, viandes rouges et volaille, ainsi que de produits transformés, plus sensibles au niveau des prix et des revenus que les produits en vrac.

À l'opposé, les importations de matières premières agricoles et de métaux sont pour l'essentiel destinées aux entreprises manufacturières produisant pour l'exportation. L'évolution de ces importations sera principalement fonction des résultats du secteur exportateur. On peut ainsi s'attendre à ce que la demande de produits d'importation destinés à la consommation locale demeure faible assez longtemps, en raison de l'ajustement des modes de consommation et d'une offre locale de produits de remplacement, alors que les importations de facteurs de production industriels devraient rebondir avec le redémarrage des exportations d'articles manufacturés. Ces importations pourraient même repartir plus tôt que les exportations (sauf en cas de problème de financement), car les entreprises ont, pour continuer à produire, épuisé des stocks de matières premières qu'elles n'ont pu reconstituer en raison des difficultés d'importation. Afin d'atténuer les problèmes du secteur manufacturier en la matière, le Gouvernement de la République de Corée a débloqué 10 000 tonnes de cuivre, 2 200 tonnes de plomb, 700 tonnes d'étain et 700 tonnes de nickel de ses stocks, et a abaissé de 10 % le niveau des réserves obligatoires de pétrole brut des raffineries de pétrole, une partie des stocks stratégiques étant ainsi employée à lutter contre la crise 19/. Au terme du répit accordé par ces dispositions, les importations devront augmenter, même si la production et les exportations stagnent.

c) Financement des importations de produits de base

Le financement des importations est un problème auquel il est essentiel de trouver une solution pour stimuler la croissance de ces importations. Comparer les secteurs textiles de l'Indonésie et de la République de Corée permet d'illustrer l'importance de cette question. En Indonésie, les problèmes de financement ont provoqué une pénurie de matières premières qui a entraîné une chute de 35 % des recettes d'exportation de textiles 20/, alors qu'en République de Corée, une grosse entreprise exportatrice de textiles - Samsung -, dont les problèmes de financement sont moins aigus, prévoit une augmentation de 30 % de ses recettes d'exportation 21/.

Diverses mesures d'assistance semblent avoir été prises par des pays industrialisés pour atténuer les problèmes de financement des importations rencontrés par le groupe des cinq pays d'Asie. Selon certaines indications, s'ajoutant aux contributions générales aux plans de sauvetage, des dispositions financières ont expressément été adoptées pour permettre à ces pays d'importer les matières premières dont ils ont besoin. Dans la plupart des cas, l'objectif est de soutenir les importations de produits en provenance des pays qui apportent un appui financier. Par exemple, les États-Unis d'Amérique ont garanti des crédits à l'exportation à hauteur de 2,1 milliards de dollars en faveur de la République de Corée et d'autres pays asiatiques afin que ceux-ci puissent acheter des produits agricoles américains. Un milliard de dollars au total a été affecté à la République de Corée pour l'importation de céréales et de viande 22/ et 460 millions de dollars seront débloqués pour garantir des lettres de crédit indonésiennes portant sur des importations de matières premières, comme le coton, pour les industries exportatrices et de divers produits de base destinés à la consommation intérieure (maïs, blé, farine, viande, riz et soja, notamment). L'Australie garantit également des lettres de crédit portant sur des ventes de produits australiens - coton, viande, produits laitiers, sucre,

aluminium – dont l'importation en Indonésie était entravée par des problèmes de financement. L'Allemagne a quant à elle garanti des crédits à l'exportation d'un montant de 250 millions de deutsche marks en faveur de l'Indonésie pour soutenir des petites et moyennes entreprises de ce pays ayant des difficultés à importer des matières premières 23/. Ces mesures accroîtront probablement la part dans les échanges avec la région des pays fournissant un tel appui financier, et ce aux dépens d'autres fournisseurs de produits de base, en particulier des pays en développement.

d) Éventuelle libéralisation du commerce dans le groupe des cinq pays d'Asie

Un facteur lié à la crise pourrait influencer sur les échanges agricoles : les conditions de libéralisation du commerce imposées par le FMI aux pays de la région. Ainsi, la République de Corée aurait notamment entrepris d'éliminer certaines dispositions restrictives en matière de licences d'importation – concernant divers produits, dont la semoule de maïs, les flocons de soja et l'arachide – de supprimer les subventions au commerce et de réduire le soutien des prix du riz et de la viande bovine, ainsi que le nombre de produits agricoles assujettis à des contingents tarifaires.

L'Indonésie aurait quant à elle commencé de démanteler les monopoles d'importation et de distribution du blé et de la farine de blé, du soja, du sucre et de l'ail. De plus, elle lèverait progressivement toutes les restrictions quantitatives et autres obstacles non tarifaires, hormis ceux que justifie le régime de l'OMC, abaisserait les droits de douane grevant la plupart des denrées alimentaires importées, pour les ramener d'une fourchette de 20 à 40 % à 5 %, et supprimerait certaines règles relatives aux éléments d'origine nationale qui découragent les importations de produits agricoles. La Thaïlande, enfin, a décidé de supprimer les droits de douane frappant un certain nombre de produits agricoles, d'harmoniser les procédures d'octroi de licences d'importation et de mettre en place des procédures d'évaluation en douane plus transparentes.

e) Quelle est la probabilité d'une forte augmentation des exportations de produits de base des cinq pays d'Asie ?

Si l'on considère le rôle revenant au secteur des produits de base dans le redressement de la région, on peut penser que les pays asiatiques ne chercheront pas à accroître leurs exportations de produits de base autant que l'avaient fait les pays en difficulté lors de la crise d'endettement des années 80. Dans des pays dépourvus d'une base manufacturière aussi développée que celle des pays d'Asie de l'Est et du Sud-Est, il est généralement beaucoup plus facile d'accroître les exportations de produits de base que les exportations d'articles manufacturés. En revanche, lorsque les capacités manufacturières sont importantes mais inutilisées, la nécessité d'augmenter les exportations de produits de base est moins impérieuse. Il est donc probable que la crise entraîne un accroissement notable de l'offre sur les marchés de produits de base. En Malaisie, le gouvernement aurait l'intention "d'intensifier l'exploitation du secteur des produits de base" 24/, mais l'objectif est davantage la diversification et une plus grande autosuffisance – dans le souci d'une moindre vulnérabilité, à l'exportation comme à l'importation – qu'un accroissement des exportations de produits de base traditionnels. Les données récentes relatives aux importations de matières premières ne font en outre pas apparaître de progression des achats, ce qui donne à penser qu'en 1998 la

reprise des exportations de l'Asie sera sans doute faible, si reprise il y a 25/.

## 2. L'évolution récente des prix des produits de base et ses incidences sur les pays en développement

Un aperçu de l'évolution des indices mensuels des prix des principaux produits intéressant le commerce d'exportation des pays en développement est présenté dans le tableau 23. De la mi-1997 à avril 1998, le prix du pétrole a reculé de 25 %, tandis que les prix des produits de base (hors pétrole) accusaient une baisse globale supérieure à 10 %, le repli étant plus marqué pour les matières premières agricoles et les métaux que pour les denrées alimentaires et les boissons. Des baisses, dont certaines très prononcées, ont été enregistrées pour de nombreux produits de base constituant au total environ un tiers des exportations de produits primaires hors pétrole des pays en développement. Ces baisses sont à l'évidence aussi imputables à certains facteurs étrangers à la crise 26/, mais il ne fait pas de doute que les cours des matières premières agricoles, du bois d'oeuvre, des métaux (en particulier le cuivre et le nickel) et, à un degré moindre, des produits énergétiques ont été déprimés par le marasme de la demande induit par la crise 27/. La chute des cours a été assez générale, touchant aussi bien les produits de base agricoles que les métaux. Si, en avril 1998, les prix des produits de base agricoles semblaient s'être plus ou moins stabilisés - à des niveaux toutefois inférieurs à ceux de juin 1997 - la baisse des cours de la plupart des métaux et du pétrole se poursuivait.

Les effets à court terme les plus marqués sur les cours mondiaux ont été observés pour les produits de base dont les pays de la région sont grands consommateurs et fournisseurs (tableau 23). Les cours de produits forestiers tels que le bois d'oeuvre et le contreplaqué, et du caoutchouc ont ainsi accusé les plus fortes baisses. Un certain accroissement de la production pourrait avoir concouru à cette situation, même si, comme on l'a vu plus haut, l'observation des tendances fait surtout apparaître une contraction de la demande. La crise ne devrait pas avoir d'impact sensible à court terme sur les marchés mondiaux de produits comme le café et le cacao, que certains des cinq pays d'Asie produisent principalement pour l'exportation et dont ils ne sont pas gros consommateurs. La majeure partie de la production est de toute façon déjà exportée et aucune augmentation importante ne peut être obtenue rapidement. Les exportateurs n'ont donc aucune raison de vendre à des cours inférieurs aux prix mondiaux actuels; les producteurs et les exportateurs de ces pays réaliseront au contraire des gains exceptionnels en monnaie locale.

L'huile de palme constitue un cas intéressant. Les cinq pays d'Asie assurent presque 90 % des exportations mondiales tout en étant eux-mêmes de gros consommateurs de ce produit; on aurait pu s'attendre à une saturation du marché international de l'huile de palme sous les effets conjugués d'une expansion de la production et d'une contraction de la consommation intérieure. Or, loin de baisser, les cours ont augmenté après l'interdiction totale par l'Indonésie des exportations d'huile de palme et de produits dérivés (voir l'annexe).

**Tableau 23**  
**EVOLUTION DES INDICES MENSUELS DES PRIX DE CERTAINS PRODUITS PRIMAIRES,**  
**JUIN 1997 - AVRIL 1998**

<i>Produit</i>	<i>Variation en pourcentage</i>
Produits tropicaux destinés à la préparation de boissons	- 19,3
Denrées alimentaires	- 6,7
Sucre	- 17,7
Blé	- 10,1
Maïs	- 8,3
Caoutchouc naturel	- 32,9
Sciages tropicaux	- 32,7
Contreplaqué	- 27,7
Laine	- 31,8
Coton	- 14,6
Jute	- 21,2
Cuirs et peaux	- 8,1
Minéraux, minerais, métaux	- 17,3
Cuivre	- 31,1
Nickel	- 19,0
Zinc	- 16,0
Plomb	- 7,0
Aluminium	- 8,5
Pétrole brut	- 24,6

Source : CNUCED, *Bulletin mensuel des prix des produits de base*, mai 1998.

Les prix d'autres produits primaires ont sensiblement baissé depuis juin 1997. On trouvera dans le tableau 24 des estimations, pour 1998, des déficits de recettes d'exportation résultant de ces baisses et de leur poids relatif en pourcentage du PIB pour certains pays dont les produits considérés assurent une part importante des recettes d'exportation. En partant de l'hypothèse – sans doute excessivement optimiste – que les volumes exportés restent inchangés par rapport à l'année précédente, le recul des cours se solderait par un déficit représentant jusqu'à 25 % des recettes d'exportation (Zambie) et jusqu'à un peu plus de 12 % du PIB (Iles Salomon). La baisse des prix des produits de base pénalisera aussi certainement d'autres pays tels que le Cambodge et le Swaziland (bois d'oeuvre) ainsi que Cuba et le Guatemala (sucre).

Les prix du pétrole se sont inscrits en forte baisse depuis le commencement de la crise asiatique, ce qui a eu de profondes répercussions sur les recettes d'exportation et le PIB des pays exportateurs de pétrole; les recettes d'exportation de l'Angola pourraient ainsi chuter d'un quart, et son PIB de presque un cinquième.

En résumé, le recul – direct en ce qui concerne les denrées alimentaires ou indirect pour les facteurs de production industriels et les matériaux de construction – de la consommation effective de produits de base dans les cinq pays d'Asie est et restera le principal vecteur des effets de la crise asiatique sur les marchés des produits de base. L'accroissement de la production d'un petit nombre de produits de base par ces pays a également un impact direct sur les marchés des produits considérés. Dans la mesure où la crise a des incidences sur le revenu et la consommation d'autres pays, on peut aussi s'attendre à des effets secondaires. Ce phénomène pourrait toutefois être négligeable, car les estimations relatives aux effets de contagion dans les pays industriels qui constituent les principaux débouchés des produits de base donnent des chiffres assez faibles et la corrélation entre les cours de la plupart des produits de base – hormis les matières premières industrielles – et la croissance du PIB dans les pays industrialisés n'est pas très forte. Cela étant, les prix des produits de base ont baissé depuis juin 1997, dans bien des cas de façon très nette, ce qui a eu des conséquences importantes pour les pays en développement exportateurs de produits de base.

Tableau 24

DÉFICITS ESTIMATIFS POUR 1998 a/ DES RECETTES D'EXPORTATION DE CERTAINS  
PAYS EN DÉVELOPPEMENT ENTRAÎNÉS PAR LE REcul DES COURS,  
PAR PAYS ET PAR PRODUIT DE BASE

Pays et produit de base	Déficit en pourcentage		Pays et produit de base	Déficit en pourcentage	
	des recettes d'exportation	du PIB		des recettes d'exportation	du PIB
<b>Produits de base hors pétrole</b>			<b>Pétrole</b>		
Chili : cuivre	9,9	2,6	Algérie	12,4	3,4
Guinée équatoriale : bois	2,5	1,4	Angola	24,8	18,3
Gabon : bois	4,6	2,8	Bahreïn	16,2	16,2
Ghana : aluminium	1,4	0,4	Cameroun	8,1	2,1
Indonésie : contreplaqué	3,3	0,8	Colombie	3,5	0,5
Jamaïque : alumine	4,0	2,8	Équateur	8,4	2,4
Kazakhstan : cuivre	5,1	1,8	Égypte	5,9	1,2
RDP lao : bois	2,3	0,3	Gabon	21,1	12,9
Mongolie : cuivre	10,2	5,7	Indonésie	3,2	0,8
Myanmar : bois	12,0	-	Rép. islamique d'Iran	21,9	6,6
Papouasie-Nouvelle-Guinée : cuivre	6,1	3,7	Koweït	25,4	13,6
Papouasie-Nouvelle-Guinée : bois	6,6	4,4	Mexique	2,7	6,8
Paraguay : coton	3,8	1,3	Nigéria	24,3	3,9
Pérou : cuivre	6,7	0,7	Oman	20,8	10,2
Îles Salomon : bois	22,4	12,1	Rép. arabe syrienne	16,5	3,8
Soudan : coton	4,8	0,2	Trinité-et-Tobago	12,2	4,8
Togo : coton	2,3	0,7	Émirats arabes unis	18,9	14,0
Rép.-Unie de Tanzanie : coton	2,7	0,8	Venezuela	20,3	5,5
Zambie : cuivre	25,5	8,5			

Source : Base de données de la CNUCED.

a/ Sur la base des volumes exportés en 1997.

#### F. Conclusions

L'analyse qui vient d'être faite des répercussions de la crise asiatique sur le commerce des pays en développement ne peut à ce stade qu'être préliminaire et ce pour deux raisons : d'abord, la crise se poursuit et ses effets réels ne devraient se manifester dans toute leur ampleur qu'au bout d'un certain temps; ensuite, nombre de statistiques, telles que les statistiques relatives aux importations et aux exportations, ventilées par pays partenaire et par groupe de produits, ne sont disponibles qu'après des délais allant de plusieurs mois à un an et ne sont pas nécessairement comparables. Les informations actuellement disponibles permettent toutefois de dégager certaines conclusions.

Les effets initiaux de la crise asiatique sur le commerce des pays en développement se manifestent principalement sous la forme d'une contraction de la demande d'exportations de ces pays à destination de l'Asie de l'Est et du Sud-Est et d'un repli des prix mondiaux des produits de base imputable à la récession dans cette région. L'ampleur des conséquences pour chaque pays dépend du poids de l'Asie de l'Est et du Sud-Est dans ses exportations 28/. Un pays est en outre d'autant plus exposé qu'il est exportateur net de produits de base dont les cours ont fortement baissé, comme les métaux non ferreux, le bois, le caoutchouc, le pétrole. Il est encore difficile de dire si la compétitivité internationale des pays asiatiques dont la monnaie a subi une forte dépréciation nominale s'en est trouvé modifiée à l'extérieur de la région. Les données disponibles ne font pas davantage apparaître de hausse sensible des exportations, ni les incidences éventuelles de ces dévaluations sur la compétitivité des autres pays en développement exportateurs sur les marchés tiers.

Pour les pays d'Asie de l'Est et du Sud-Est touchés par la crise, les perspectives d'une reprise tirée par les exportations sont amoindries par la teneur relativement élevée en éléments importés de leurs exportations (dans le domaine de l'électronique, par exemple), qui atténue sensiblement l'avantage concurrentiel procuré par la dépréciation nominale de leur monnaie. De surcroît, une expansion des exportations suppose de pouvoir assurer le financement aussi bien des achats de matières premières et de pièces que de la commercialisation des exportations.

Enfin, de nombreux pays d'Asie de l'Est et du Sud-est se trouvant simultanément confrontés à une contraction de leur demande intérieure, la région dans son ensemble pourrait avoir besoin d'accroître ses exportations nettes pour retrouver les taux de croissance d'avant la crise. Le système commercial international pourrait alors être soumis à rude épreuve. Des voix de plus en plus pressantes réclament déjà des mesures de protection, et dans certains cas le recours à des mesures antidumping apparaît probable. De telles mesures sont discriminatoires. En leur lieu et place, il faudrait se tourner vers les mesures prévues par l'Accord de l'OMC sur les sauvegardes, qui doivent en principe être appliquées sur la base de la clause de la nation la plus favorisée; toutefois, un recours fréquent à la disposition relative à la "modulation des contingents" pourrait affaiblir un accord qui représente l'un des résultats les plus positifs des Négociations du Cycle d'Uruguay. Sur un plan plus général, le risque existe de voir la notion d'équilibre et d'avantages mutuels, sur lesquels repose le système de l'OMC, se vider en partie de sa substance si la fourniture d'une aide



pour faire face à la crise doit être subordonnée à l'octroi de concessions commerciales unilatérales.

Des marchés ouverts et la poursuite de la croissance du commerce mondial contribueront beaucoup à la sortie de la crise. Dans cette optique, il importe de maintenir la dynamique de libéralisation du commerce pour les produits qui intéressent les pays en développement, ainsi que de réserver une place prioritaire à cette question dans les travaux devant conduire à la troisième Conférence ministérielle de l'OMC. Le recours à des mesures commerciales discriminatoires du type droits antidumping devrait faire l'objet d'une surveillance accrue. De plus, il faudrait envisager d'autoriser les pays touchés à bénéficier d'une éventuelle extension du traitement différencié et plus favorable prévu dans les Accords de l'OMC, en particulier dans l'Accord sur les subventions et les mesures compensatoires.

Notes

1/ Pour un examen détaillé du modèle de développement en vol d'oiseaux sauvages et de l'interaction entre commerce extérieur et investissement dont il s'accompagne, voir, par exemple, *Rapport sur le commerce et le développement*, 1996, deuxième partie, chap. II.

2/ Brunéi Darussalam, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Thaïlande et Viet Nam.

3/ Pour plus de détails, voir Organisation mondiale du tourisme, *Annuaire des statistiques du tourisme*, 49<sup>e</sup> éd., vol. 1 (Madrid, 1997).

4/ Voir Japan Tariff Association, *Summary Report on Trade of Japan*, No 2, 1998; et Bank of Japan, *Monthly Report of Recent Economic and Financial Developments*, juin 1998.

5/ Pour un examen plus approfondi, voir "Asia commercial overview - 17 April 1998", United States Department of Commerce, STAT-USA/Internet Service; et "Taiwan: Deteriorating exports", *Oxford Analytical Brief*, 27 mai 1998.

6/ Voir "Exports record negative growth in May", *Korea Times Report Page*, 06/01 (<http://www.korealink.co.kr>).

7/ De nombreux ouvrages théoriques et études empiriques montrent que, contrairement aux prédictions de l'analyse théorique, les dévaluations ont, dans le court à moyen terme, des effets davantage restrictifs qu'expansionnistes. Voir, par exemple, S.B. Kamin et M. Klau, "Some multi-country evidence on the effects of real exchange rates on output", Document de travail No 48 (Bâle : Banque des règlements internationaux, 1997).

8/ Inquiets également, certains pays en développement ont déjà pris certaines mesures. Voir, par exemple, CEPALC, "Impact of the Asian crisis on Latin America", LC/G.2026(SES.27/23), Santiago (Chili), 6 mai 1998.

9/ Pour un examen plus approfondi, voir SELA, "The impact of the Asian crisis on Latin America" (Caracas, février 1998); et JP Morgan, "Latin American Economic Outlook", New York, 6 mars 1998.

10/ Pour un examen plus approfondi et des projections des effets de la crise asiatique sur l'Europe orientale, voir CEE, *Étude sur la situation économique de l'Europe en 1998 (No 1)* (Publication des Nations Unies, numéro de vente : F.98.II.E.1).

11/ Les taux de change effectifs réels sont calculés par le FMI au moyen de coefficients de pondération par partenaire, qui reflètent i) l'importance relative des partenaires bilatéraux dans le commerce d'articles manufacturés, de produits primaires et de services relatifs au tourisme (lorsqu'ils ont une certaine importance) d'un pays, et ii) l'importance de la concurrence entre les pays sur les marchés de pays tiers pour le commerce d'articles manufacturés. Voir A. Zanello et D. Deruelle, "A primer on the IMF's Information Notice System", document de travail du FMI 97/71 (Washington, D.C. : FMI, 1997); et A. Turner et S. Golub, "Multilateral unit-labour-cost-based competitiveness indicators for advanced, developing and transition countries", dans Staff

Studies for the World Economic Outlook (Washington, D.C. : FMI, 1997), pp. 47 à 60.

12/ Dans les calculs du FMI, les indices des prix à la consommation servent de déflateurs. Il est important de noter que l'indice des prix à la consommation n'est pas le meilleur indicateur de l'évolution des coûts des biens entrant dans le commerce extérieur, en particulier lorsque les exportations ont une forte teneur en produits intermédiaires importés. Sauf dans le cas de l'Indonésie, la hausse de l'indice des prix à la consommation a été jusque-là assez limitée dans les pays asiatiques ayant connu une forte dépréciation monétaire. Cela s'explique peut-être par des décalages appréciables entre l'évolution du taux de change et celle de l'indice des prix à la consommation, par les effets des mesures de contrôle des prix ou des subventions dans certains cas et par la forte réduction de la demande intérieure. Il est donc possible que les effets des récents mouvements des taux de change sur la compétitivité soient surestimés. En revanche, les effets potentiels sur les marchés tiers pourraient être sous-estimés. Il convient aussi de noter que pour le calcul des taux de change effectifs réels pondérés par les échanges, le FMI utilise des pondérations fondées sur les données relatives à la période 1988-1990, qui ne tiennent pas compte de modifications plus récentes de la structure des échanges, en particulier de la croissance appréciable du commerce intrarégional asiatique depuis la fin des années 80. Plus la part de ce commerce est grande, plus les dépréciations des taux de change effectifs réels seront faibles, par comparaison avec les dépréciations vis-à-vis du dollar.

13/ Voir R. E. Saez, "Latin American exports to the OECD markets potentially more exposed to the Asian Crisis: A first look" (Washington, D. C. : Banque interaméricaine de développement, 1998), document ronéotypé.

14/ Une exception notable est l'étude de la teneur en importations des exportations de l'Inde, réalisée à partir de renseignements détaillés obtenus auprès des entreprises au niveau sectoriel. D'après cette étude, la teneur globale en importations s'établissait à 42 % pour les exportations d'articles manufacturés (par exemple, cuir et articles en cuir, vêtements finis, produits chimiques et médicaments, produits des industries mécaniques), et elle avait progressé pendant la période considérée (années 80) avec l'augmentation et la diversification des exportations indiennes d'articles manufacturés. Voir Export-Import Bank of India, "How import intensive are Indian exports?", Occasional Paper No. 16, (New Delhi, 1991).

15/ Voir "Southeast Asia export challenge", *Oxford Analytical Brief*, 31 mars 1998.

16/ Voir "Asia commercial overview - 17 April 1998", United States Department of Commerce, STAT-USA/Internet Service.

17/ Pour un examen plus approfondi, voir T. Komine, "Currency crisis and financial turmoil in Asia: The potential for future growth", Institut de recherche économique de l'Agence japonaise de planification économique, mars 1998; et JP Morgan, "ASEAN export prospects in 1998", Economic Research Note, Singapour, 30 janvier 1998.

18/ Voir "Exports record negative growth in May", *Korea Times Report Page*, 06/01 (<http://www.korealink.co.kr>).

19/ "Asian crisis hammers industrial price index; cotton, copper scrap, rubber take a beating worldwide", *Journal of Commerce* (Séoul), 15 janvier 1998.

20/ "Textile export earnings seen to drop about 35%", *Jakarta Post*, 5 mars 1998.

21/ "Exports play a leading role", *Business Korea*, mars 1998.

22/ "USDA undersecretary touts IMF backing", *Fresno Bee*, 19 mars 1998.

23/ "Trading partners agree to give credit guarantees", *Jakarta Post*, 20 février 1998.

24/ "Need to fully tap potential of commodities sector", *Business Times*, 29 janvier 1998.

25/ "East Asia's export surge fails to materialize, raising doubts about a recovery", *International Herald Tribune*, 13 avril 1998.

26/ Sauf dans le cas de produits de base ayant souffert de conditions climatiques défavorables, la baisse des cours est probablement imputable à une combinaison de facteurs : effet de la conjoncture économique mondiale (avec un ralentissement de la production industrielle et la crise en Asie), appréciation du dollar (qui tire à la baisse les prix exprimés en dollars) et considérations liées à l'offre (en particulier la mise en service de nouvelles installations de production de métaux non ferreux).

27/ Voir FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, mai 1998, annexe II.

28/ Les pays pour lesquels ce poids est particulièrement élevé sont les suivants : Chili, Pérou et Equateur en Amérique latine; Zambie, République-Unie de Tanzanie, Congo et Afrique du Sud en Afrique; Arabie saoudite en Asie de l'Ouest; les pays de la région eux-mêmes.

### IMPACT DE LA CRISE ASIATIQUE SUR CERTAINS PRODUITS DE BASE

Les données font encore défaut pour une analyse statistique approfondie des répercussions de la crise asiatique sur les marchés de certains produits. Une certaine image se dégage toutefois de récents articles de presse qui, même s'ils émanent pour la plupart de pays développés, donnent une vision d'ensemble des événements susceptible d'être étendue, au moins sur le plan des tendances, aux marchés mondiaux des produits de base. Des estimations, tirées de ces articles, des effets directs de la crise sur le commerce de certains produits sont brièvement présentées ci-après.

Viande bovine : En 1998, les exportations des États-Unis devraient reculer d'environ 5 % par rapport 1997. Des marchés de remplacement ont dû être recherchés pour compenser la diminution des importations des pays asiatiques. Selon les informations publiées, en raison de problèmes financiers des importations de viande bovine ont dû être stockées durant de longues périodes dans des conteneurs réfrigérés dans les ports de la République de Corée, et le Canada, l'Australie et la Nouvelle-Zélande - principaux concurrents des États-Unis sur les marchés asiatiques - exportent désormais davantage de viande bovine vers les États-Unis 1/.

Viande de porc : Les fournisseurs régionaux, comme la République de Corée, deviennent plus compétitifs, alors que les ventes d'autres exportateurs, dont les États-Unis, devraient diminuer d'environ 5 % en 1998 par rapport à 1997 et ce - il convient de le signaler - malgré les garanties de crédits à l'exportation 2/.

Poisson : Les fournisseurs régionaux, comme la Thaïlande, sont de plus en plus compétitifs, tandis que les ventes d'autres exportateurs, les États-Unis notamment, devraient diminuer. Autre répercussion sur le commerce du poisson : les entreprises de pêche de la République de Corée qui achetaient des licences de pêche dans de nombreuses régions du monde n'en ont plus les moyens, ce qui se traduira par un manque à gagner pour les pays donneurs de licences. Ces pertes n'apparaîtront pas dans les chiffres du commerce.

Graines oléagineuses et huiles végétales : Les pays le plus touchés, en particulier l'Indonésie et la Malaisie, sont de très gros fournisseurs d'huile de palme. Leurs exportations pourraient augmenter, tirant ainsi les prix à la baisse. Le Gouvernement indonésien a toutefois interdit les exportations de crainte que les producteurs à court de liquidités - dont les coûts sont pour l'essentiel encourus en rupiahs, alors que leurs recettes sont en dollars - exportent l'essentiel de leurs stocks et provoquent une pénurie locale et une flambée des prix 3/. Cette décision a contribué à une hausse notable des prix sur les marchés internationaux. En mars 1998, les cours s'inscrivaient en hausse de 19 % par rapport à décembre 1997, les retombées étant analogues pour les cours des autres huiles végétales. Les recettes d'exportation d'huile de palme de la Malaisie devraient fortement augmenter. S'agissant du soja, les pays le plus touchés ont réduit leurs importations, ce qui peut s'expliquer par une contraction de la demande de viande et donc d'aliments pour le bétail. En mars 1998, les prix du soja s'inscrivaient ainsi en baisse de 7 % par rapport au mois de décembre de l'année précédente. Le marché de ce produit sera en outre tributaire de l'évolution de la situation concernant d'autres graines oléagineuses; l'éventualité d'une levée par l'Indonésie de l'interdiction des

exportations d'huile de palme, par exemple, a fait baisser davantage encore les cours à terme du soja.

Caoutchouc naturel : Alors que la croissance de la consommation mondiale se ralentissait sensiblement au premier trimestre de 1998, l'Indonésie, la Malaisie et la Thaïlande - qui représentent pour plus de 80 % de l'approvisionnement du marché mondial - s'efforcent toutes d'accroître leurs exportations. Donc, même si dans le secteur du caoutchouc la plupart des coûts sont encourus en monnaie locale alors que les recettes sont perçues en dollars, les prix internationaux sont soumis à une pression considérable. On ne s'attend pas à une augmentation sensible des recettes d'exportation de ces pays; l'Indonésie craint même une baisse de ses recettes d'exportation 4/.

Bois : Le commerce du bois et du contreplaqué a été très touché par la crise asiatique. "Du fait, pour partie de la segmentation de ce marché, le recul des cours a été inégal selon les catégories de bois d'oeuvre et selon les marchés géographiques. C'est pour le bois de feuillus en provenance d'Asie (meranti) que la baisse a été la plus forte" 5/. La principale raison en est que la plupart de ces produits sont utilisés dans l'industrie du bâtiment, dont la production n'est pas un bien échangeable et qui a subi un ralentissement brutal. De plus, l'accroissement de l'offre émanant des pays en crise a provoqué un engorgement des marchés du bois d'oeuvre et du contreplaqué, qui a pénalisé tous les exportateurs. Ainsi, plus de la moitié des entreprises d'exploitation forestière en Papouasie-Nouvelle-Guinée et environ un tiers des producteurs de contreplaqué en Indonésie auraient été éliminés, et 1,2 million de mètres cubes de contreplaqué indonésien invendus se seraient accumulés dans les entrepôts au cours des derniers mois 6/. L'influence de la crise asiatique sur le marché du contreplaqué s'est fait sentir même dans des pays aussi éloignés de la région que le Guyana, dont les recettes d'exportation de contreplaqué ont diminué de 60 % au cours des trois premiers mois de 1998 par rapport à la période correspondante de 1997 et devraient pour l'ensemble de l'année chuter de presque la moitié.

Aluminium : Le marché a été fortement perturbé par le repli de la demande dans les pays asiatiques. Ce repli dans les pays le plus touchés a été quelque peu compensé par une augmentation de la demande en Europe occidentale, avec une hausse de 5,6 % attendue pour 1998 conduisant à une augmentation globale de la consommation de 1,1 %. Ce chiffre est toutefois très en retrait par rapport aux prévisions antérieures de croissance (3,5 %), ce qui peut être attribué à la crise asiatique 7/. En 1998, de déficitaire l'offre devrait devenir excédentaire; en janvier 1998, les stocks d'aluminium ont atteint leur plus haut niveau depuis 18 mois, mais le marché devrait rester assez tendu 8/.

Cuivre : La consommation de ce métal est également fortement tributaire de l'activité dans le secteur de la construction. La crise asiatique a provoqué de fortes turbulences sur le marché du cuivre. Dans l'hypothèse d'une croissance nulle en Asie, l'excédent mondial de cuivre devrait passer de 348 000 à 603 000 tonnes en 1998, en dépit d'une augmentation de 3 % de la demande dans le reste du monde 9/. Entre autres faits marquants, la crise asiatique a entraîné une compression des investissements dans le secteur du cuivre. Des investisseurs canadiens ont renoncé à exploiter des gisements de cuivre au Pérou, compromettant un projet qui devait rapporter huit milliards de dollars en devises au cours des prochaines années. Des observateurs plus optimistes font en revanche valoir que les États-Unis, l'Europe centrale et le Mexique avaient pris le relais des pays asiatiques en tant que moteur de la croissance bien avant la

crise et que leur demande reste soutenue. Parmi les pays exportateurs de cuivre, le Chili mérite de retenir l'attention, car le fonds de stabilisation des cours mis en place par le Gouvernement chilien a accumulé près de deux milliards de dollars, qui permettraient de compenser plusieurs années de marasme des cours et d'en neutraliser la plupart des effets négatifs 10/.

Plomb et zinc : Comme pour plusieurs autres métaux et minéraux, la contraction de la demande asiatique de plomb et de zinc est en partie compensée par la vigueur de la demande en Europe et en Amérique. L'excédent sur les marchés mondiaux augmentera, mais les fermetures de mines au Canada 11/ font que cette augmentation devrait être moins forte qu'initialement prévu.

#### Notes

1/ "Asian fiscal woes reach Alaska", *Anchorage Daily News*, 17 mars 1998; "Estimate of U.S. meat increases 2 percent", *Des Moines Register*, 13 mars 1998.

2/ "New woes for meat farmers", *News & Observer*, 8 mars 1998; "Asian troubles mean struggle for hog farmers", *Des Moines Register*, 15 mars 1998.

3/ "The year of living ludicrously", *Economist*, 31 janvier 1998.

4/ "Indonesia losing rubber race", *Financial Times*, 27 février 1998.

5/ FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, mai 1998, annexe II.

6/ "Trouble in paradise", *Asian Business*, avril 1998; "Plywood industries suffer under Asian woes", *Jakarta Post*, 23 février 1998; "Unsold plywood stock totals 1.2 million cubic meters", *Jakarta Post*, 4 mars 1998.

7/ "Aluminium analysts hold differing views on prices", *Purchasing*, 12 février 1998; "Aluminium groups differ over production levels", *Financial Times*, 17 avril 1998.

8/ "Metals analysts expect drop in most prices", *Financial Times*, 20 janvier 1998; "Dollar's fall knocks Comalco to \$2.7 m loss", *Dominion*, 12 mars 1998; "Asian turmoil hits base metals", *African Business*, janvier 1998.

9/ "Copper's downward slide beginning - finally!", *Purchasing*, 12 février 1998.

10/ "Peru hangover on horizon", *Financial Times*, 12 mars 1998; "Short copper bear market seen", *Financial Times*, 13 février 1998; "Hit by Asia crisis, Chile loses its lure for investors", *Wall Street Journal*, 21 janvier 1998.

11/ "Lead-zinc mine in Yukon closes", *Financial Times*, 20 janvier 1998.

UNCTAD/TDR/1998 (Vol.II)  
7 août 1998

FRANÇAIS  
Original : ANGLAIS

**RAPPORT SUR LE COMMERCE ET LE DÉVELOPPEMENT, 1998**

Rapport du secrétariat de la Conférence des Nations Unies  
sur le commerce et le développement

UNCTAD/TDR/1998		Avant-propos Table des matières Notes explicatives Abréviations Aperçu général
UNCTAD/TDR/1998 (Vol.I)	<b>Première partie</b>  Chapitre I  Chapitre II  Annexe au chapitre II	<b>L'instabilité financière internationale et l'économie mondiale</b>  L'économie mondiale : évolution et perspectives  Répercussions commerciales de la crise est-asiatique  Impact de la crise asiatique sur certains produits de base
UNCTAD/TDR/1998 (Vol.II)	Chapitre III  Annexe au chapitre III  Chapitre IV	L'instabilité financière internationale et la crise est-asiatique  Trois crises financières de l'après-Bretton Woods  Gestion et prévention des crises financières



UNCTAD/TDR/1998 (Vol.III)	<b>Deuxième partie</b>  Introduction  Chapitre I  Chapitre II	<b>Le développement de l'Afrique : une approche comparative</b>  Croissance économique et développement en Afrique  Rôle, structure et résultats de l'agriculture
UNCTAD/TDR/1998 (Vol.IV)	Chapitre III  Chapitre IV  Chapitre V	Politiques, prix et production agricoles  Commerce, industrie et accumulation  Défis politiques et réforme institutionnelle

Première partie

L'INSTABILITÉ FINANCIÈRE INTERNATIONALE ET L'ÉCONOMIE MONDIALE

Chapitre III et IV

### Chapitre III

#### L'INSTABILITE FINANCIERE INTERNATIONALE ET LA CRISE EST-ASIATIQUE

##### A. Introduction

Alors qu'il y a moins d'un an, jusqu'à l'été 1997, le développement des pays d'Asie de l'Est était considéré comme exemplaire à tous points de vue, ces pays connaissent aujourd'hui stagnation et recul économiques. Des taux de croissance de 8 à 10 % par an en moyenne pendant de nombreuses années sont devenus négatifs; des économies qui bénéficiaient en permanence de niveaux d'emploi élevés et qui connaissaient des pénuries de main-d'oeuvre souffrent désormais d'un chômage considérable, en augmentation rapide; des valeurs boursières qui avaient permis une diversification des placements en direction des marchés émergents ont perdu la moitié de leur valeur, sinon plus. En beaucoup moins de temps qu'il n'en a fallu au krach de 1929 pour engendrer la Grande Dépression des années 30, les économies asiatiques, qui étaient louées pour l'exemplarité de leurs politiques économiques prudentes et durables, sont passées, aux yeux de beaucoup, du statut de "miracles" économiques à celui de systèmes structurellement instables, incapables d'élaborer leur propre politique économique, et elles ont été placées sous la tutelle du FMI. Jamais les perspectives économiques d'un aussi grand nombre de pays n'ont changé si radicalement ni si rapidement.

La crise est-asiatique a commencé début juillet 1997, lorsque la Banque de Thaïlande a cessé de soutenir le baht, qui est sorti de sa marge de fluctuation par rapport au dollar; la même attitude a rapidement été adoptée dans les autres pays de la région. Cependant, au lieu de contribuer à l'amélioration de la compétitivité et à l'ajustement des paiements extérieurs nécessaires pour soutenir une croissance rapide, le passage à des taux de change flottants a déclenché des sorties massives de capitaux dans toute la région, qui ont entraîné une chute sans précédent du cours des actions et des monnaies. Ainsi, des dommages économiques généralement associés à une guerre ou une catastrophe naturelle ont été provoqués par la transformation d'un ajustement du taux de change en une maladie virulente qui a frappé toute une région de panique financière.

La réaction des marchés monétaires et boursiers aux déséquilibres des paiements et à l'affaiblissement des fondamentaux économiques a été couramment avancée pour expliquer la crise. L'un des facteurs le plus fréquemment mentionné est le laxisme de la réglementation et de la surveillance du système financier qui, avec les garanties publiques implicites, aurait conduit à une situation de risque subjectif et favorisé des emprunts extérieurs excessifs. En outre, un interventionnisme public à tous les niveaux de la prise de décisions économiques a engendré une corruption et un favoritisme qui ont aggravé le dysfonctionnement des structures d'incitation et réduit l'efficacité de l'investissement.

Certes, ce diagnostic contient quelques éléments de vérité, mais il n'explique pas de façon satisfaisante pourquoi un mouvement de panique s'est déclenché au moment et là où il s'est déclenché, ni pourquoi il a gagné toute la région. Plus encore, cette explication de la crise s'appuie sur des caractéristiques propres aux systèmes économiques asiatiques et ne prend pas en compte les similitudes avec les crises qu'ont connues des pays développés et des pays en développement, dont les systèmes socio-économiques sont relativement

différents. En fait, l'instabilité financière est un phénomène de plus en plus fréquent depuis la fin des années 70, comme en témoignent la crise du système bancaire et de la dette des pays latino-américains du Cône, la crise d'endettement de l'Amérique latine dans les années 80, la crise du système bancaire et la crise de l'immobilier aux Etats-Unis de la fin des années 70 à la fin des années 80, et l'effondrement du marché boursier mondial en 1987 et en 1989. En dépit de politiques macro-économiques équilibrées et d'une plus grande stabilité des prix depuis le début des années 90, des crises ont secoué les systèmes financiers environ tous les deux ans : crise du Système monétaire européen (SME) en 1992, crise mexicaine en 1994, crise est-asiatique en 1997. Celle-ci, malgré ses particularités, semble participer de ce qui est devenu un trait endémique de l'économie mondialisée.

On trouvera dans le présent chapitre une tentative d'explication de la crise en Asie de l'Est dans le contexte d'une instabilité croissante du système financier mondial. Différents éléments caractéristiques des crises financières survenues depuis 1970 sont passés en revue dans la section B. La section C est consacrée à une analyse des facteurs responsables de la vulnérabilité financière en Asie de l'Est qui a été le prélude de la crise, et à une évaluation des facteurs fondamentaux qui expliquent que celle-ci se soit propagée dans toute la région, puis dans le monde entier. On trouvera dans la section D une analyse des mesures prises pour faire face à la crise, dont tout indique qu'elles ont contribué à sa gravité, tandis que la section E traite des conséquences sociales. Le chapitre s'achève par un bref commentaire sur les implications générales de la crise pour le modèle est-asiatique de développement économique.

#### **B. Anatomie des crises survenues depuis la fin du système de Bretton Woods**

Depuis l'effondrement du système de Bretton Woods, l'accélération des mouvements internationaux de capitaux s'est accompagné d'une fréquence accrue des crises financières, dans les pays développés comme dans les pays en développement. Ces crises se présentent sous différentes formes : crises financières intérieures touchant le secteur bancaire et le marché financier, tourmentes monétaires, crises de la dette extérieure. Dans les pays en développement, les crises financières intérieures conduisent souvent à des troubles monétaires, à des difficultés de paiements, voire à des crises de la dette extérieure. De même, une inversion des flux de capitaux extérieurs ou des attaques sur la monnaie menacent presque toujours la stabilité financière intérieure dans ces pays. A l'inverse, les crises monétaires dans les pays industrialisés n'ont généralement pas d'effet sur les marchés financiers intérieurs, et des perturbations financières intérieures n'entraînent pas nécessairement des crises monétaires ou des difficultés de paiements. Cette différence s'explique en grande partie par l'endettement extérieur et la dollarisation des économies du Sud.

On trouvera dans l'annexe au présent chapitre un résumé des principaux traits de trois crises de l'après-Bretton Woods : une crise monétaire, une crise bancaire et une crise combinant instabilité financière intérieure et instabilité financière extérieure, avec notamment des problèmes de service de la dette extérieure. Pendant la première de ces crises - celle du SME en 1992 -, les marchés monétaires ont été fortement perturbés, sans que le système bancaire et financier des pays en cause soit pour autant menacé. Lors de la crise du système bancaire et de l'immobilier aux Etats-Unis, les principaux problèmes se sont cantonnés au système financier intérieur et n'ont pas débouché sur une

instabilité monétaire. Il en a été de même lors de l'effondrement des marchés boursiers mondiaux en 1987 et en 1989 et du krach des marchés obligataires en 1994; dans ces trois cas, les troubles n'ont concerné que les marchés financiers et n'ont eu que peu d'incidences sur la stabilité du système bancaire. La troisième crise, dans les pays latino-américains du Cône austral à la fin des années 70 et au début des années 80, n'est pas sans rappeler la récente crise est-asiatique, avec une instabilité extérieure s'ajoutant à l'instabilité intérieure et entraînant des difficultés pour assurer le service de la dette extérieure. Dans ces deux cas, et au contraire de la crise mexicaine de 1994 et de la crise latino-américaine de la dette des années 80, l'accumulation de la dette extérieure a concerné presque uniquement le secteur privé.

Tout en ayant chacune ses particularités, les crises de l'après-Bretton Woods présentent un certain nombre de points communs. Tout d'abord, beaucoup d'entre elles ont été précédées d'une libéralisation de l'économie, notamment du secteur financier. La déréglementation financière et la libéralisation des mouvements de capitaux, en particulier, semblent être les meilleurs préludes de crise dans les pays en développement. Ensuite, tous les épisodes d'instabilité monétaire ont débuté par une brusque accélération des entrées, puis des sorties de capitaux. De telles variations de flux sont liées à des changements de politique intérieure ou extérieure qui mettent les conditions financières intérieures en porte-à-faux par rapport au reste du monde, situation qui se traduit fréquemment par des différentiels de taux d'intérêt et des perspectives de plus-value. Les inversions de mouvements de capitaux sont souvent, mais pas toujours, associées à une détérioration des conditions macro-économiques du pays bénéficiaire. Toutefois, cette détérioration découle plus souvent des effets des afflux de capitaux eux-mêmes et de l'évolution de l'environnement extérieur que de changements apportés aux politiques macro-économiques nationales. Enfin, on a tendance à associer les crises financières plutôt à certains types de flux financiers et à certaines catégories de prêteurs et d'emprunteurs qu'à d'autres. Pourtant, les conditions dans lesquelles ces crises se sont produites ont été, de ce point de vue, passablement différentes selon les cas.

## 1. Libéralisation et arbitrage international

La libéralisation, les différentiels de taux d'intérêt et la stabilité des taux de change nominaux sont les principaux facteurs qui attirent les flux de capitaux dans un pays. Souvent, une libéralisation rapide laisse anticiper une amélioration des fondamentaux économiques, de fortes plus-values et une diminution des risques. Les différentiels de taux d'intérêt incitent fortement les entreprises et les banques d'un pays à réduire leurs coûts de financement en empruntant à l'étranger (arbitrage de taux d'intérêt), et permettent aux investisseurs étrangers d'accroître la rentabilité de leurs capitaux engagés en diversifiant leurs placements et en prêtant dans les pays en développement. Ces différentiels découlent du facteur risque, mais ils peuvent également être dus à des différences de taux d'inflation ou d'orientation des politiques monétaires. Lorsque les taux de change sont globalement stables, les prêteurs et les emprunteurs sont disposés à supporter des risques de change importants; cela est particulièrement vrai pour les emprunteurs locaux dans un pays dont l'économie a été récemment déréglementée, car ils ne sont pas toujours conscients de tous les risques associés aux emprunts en devises. Dans la plupart des cas, la stabilité des taux de change fait partie de la politique économique. Les entrées de capitaux elles-mêmes renforcent souvent les attentes du marché quant aux risques de change en entraînant une appréciation de la monnaie.

Des mouvements internationaux massifs d'arbitrage de taux d'intérêt semblent bien avoir joué un rôle important dans chaque crise monétaire de l'après-Bretton Woods. Dans les pays latino-américains du Cône austral, la décision de supprimer tout contrôle des entrées de capitaux en même temps qu'était appliquée une politique monétaire stricte et qu'était adopté un taux de change fixe a entraîné des apports massifs de capitaux. Dans le cas de la crise de la dette en Amérique latine, c'est la combinaison d'un excès de liquidités mondiales, de taux d'intérêt internationaux relativement bas et de l'absence de débouchés d'intérêt lucratifs dans les pays industrialisés à la suite de la crise pétrolière qui a encouragé les prêts aux pays en développement. Lors de la crise du SME en 1992, ce sont de nouveau les différentiels de taux d'intérêt qui ont joué un rôle majeur : les taux élevés pratiqués en Italie et au Royaume-Uni par rapport aux taux en vigueur en Allemagne et aux Etats-Unis ont attiré des fonds d'arbitrage, et ce d'autant plus que le Gouvernement italien décida de supprimer tous les contrôles encore appliqués aux mouvements de capitaux et d'adopter la marge de fluctuation étroite du mécanisme de change du SME. Dans la phase de formation de la crise mexicaine de 1994, les flux de capitaux vers le Mexique ont été encouragés par une politique de taux d'intérêt bas aux Etats-Unis, qui visait à juguler une déflation de désendettement, et par une politique de stabilisation fondée sur le taux de change au Mexique, accompagnée de privatisations massives et d'un boom spéculatif sur les marchés d'actions. Les origines de la crise est-asiatique remontent à la même période, les faibles taux d'intérêt pratiqués aux Etats-Unis ayant poussé des investisseurs en quête de meilleurs profits à se tourner vers les marchés émergents. Le niveau élevé des taux de croissance et des taux d'intérêt en Asie de l'Est, outre les problèmes que connaissaient les marchés latino-américains, a engendré des différentiels tels que les investisseurs internationaux ne pouvaient que chercher à en profiter, d'ailleurs encouragés par le fait qu'au cours des dix années précédentes les fluctuations des monnaies est-asiatiques rattachées au dollar n'avaient jamais dépassé 10 %.

En principe, l'arbitrage est un phénomène ponctuel, dont les raisons d'être disparaissent en même temps qu'il est pratique. Toutefois, les flux d'arbitrage de taux d'intérêt internationaux tendent à s'autorenforcer plutôt qu'à s'auto-éliminer, ce qui complique la mise en oeuvre de politiques nationales stables. Faute d'être neutralisés, ils entraînent une appréciation de la monnaie qui renforce les flux de capitaux et déséquilibre les paiements extérieurs. Leur neutralisation accroît tout d'abord les réserves nationales, donnant l'impression que le taux de change est bien soutenu. Toutefois, cela suppose d'émettre des obligations d'Etat, d'où une hausse des taux d'intérêt et un creusement des écarts de taux qui attirent de nouveaux flux d'arbitrage. De plus, la neutralisation par le biais d'émissions d'obligations à taux d'intérêt élevés peut être une cause de déficit budgétaire. Ainsi, en l'absence de contrôles, des apports massifs de capitaux débouchent généralement sur une situation ingérable combinant appréciation du taux de change réel, hausse du déficit extérieur et alourdissement du déficit budgétaire.

## 2. Nature des flux financiers

Les crises qui se sont succédé dans l'après-Bretton Woods se distinguent notamment les unes des autres par la nature des flux de capitaux. Dans le cas du Cône austral, il s'est agi avant tout de prêts de banques étrangères, tandis qu'avant la crise de la dette en Amérique latine, les prêts consortiaux apparaissaient afin de répondre aux besoins de recyclage des excédents des producteurs de pétrole. Après la crise de la dette de 1982, les prêts bancaires

ont quasiment disparu et ont été remplacés par des émissions d'obligations - obligations Brady au tout début, émissions souveraines ensuite, pour le remboursement de la dette extérieure. Dans le cas de la crise mexicaine, les flux se composaient surtout d'investissements de portefeuille en actions et en titres d'Etat, les unes et les autres libellés en pesos 1/. La crise asiatique a marqué le retour des prêts bancaires internationaux, dont beaucoup de prêts à court terme. Ainsi, la boucle est bouclée : des simples prêts bancaires, on est passé aux crédits consortiaux, puis aux obligations souveraines et enfin aux flux d'investissement de portefeuille, pour revenir aux prêts bancaires. Les pays asiatiques accueillaienent initialement des flux relativement importants d'investissement directs, qui, depuis la crise mexicaine, sont en augmentation sensible vers l'Amérique latine.

De même, l'échéance des instruments de financement est passée du court terme au moyen terme (jusqu'à 10 ans pour certains crédits consortiaux), puis au long terme (obligations et actions), pour revenir au court terme. Les taux d'intérêt sur les prêts ont été aussi bien fixes que flottants. Toutefois, en dépit de ces différences de nature, d'échéance et de conditions, un facteur reste constant : l'extrême volatilité des flux financiers en période de crise. Les différences de nature des flux ne semblent guère avoir influé sur leurs incidences sur la situation intérieure et sur leur inversion ultérieure.

Les emprunteurs, également, appartiennent à plusieurs catégories. Dans la crise du Cône austral, il s'agissait principalement de banques et d'entreprises du secteur privé, tout comme en Asie de l'Est. Bien que l'on prétende souvent que la crise latino-américaine de 1982 se distinguait par la prédominance d'emprunteurs souverains, cela n'a pas été tout à fait le cas. Les prêts bénéficiant d'une garantie souveraine ne sont devenus largement majoritaires qu'après le début de la crise et la mise en chantier de mesures de restructuration de la dette 2/. La crise a fini par être maîtrisée grâce à l'action conjointe des banques et des gouvernements, qui ont ensemble négocié le rééchelonnement des prêts.

La distinction entre emprunt privé et emprunt public revêt une certaine importance, car si le premier répond à des signaux du marché, le second est en principe motivé par des raisons d'ordre politique, et conduit souvent à une utilisation inefficace des capitaux empruntés. Ce point de vue est notamment exprimé dans la célèbre doctrine de Lawson. Selon celle-ci, si une pénurie d'épargne du secteur privé oblige à emprunter à l'étranger pour financer un déficit de la balance des paiements, aucune mesure ne doit être prise pour corriger le déséquilibre, car celui-ci relève simplement d'un "lissage" de la consommation : l'épargne privée augmentera et permettra au pays de rembourser ce qu'il a emprunté. De même, si un emprunt étranger est utilisé pour financer des investissements, le rendement plus élevé attendu de l'investissement dégagera les recettes nécessaires pour rembourser la dette extérieure. Toutefois, les anticipations peuvent être déjouées et l'épargne future ou les rendements plus élevés espérés n'être pas au rendez-vous : le déséquilibre débouche alors sur une crise. En fait, l'expérience de l'après-Bretton Woods montre que la nature de l'emprunteur ne modifie pas véritablement la probabilité d'une crise.

A tout emprunteur correspond un prêteur. L'intensification des mouvements de capitaux dans l'après-Bretton Woods est due en grande partie à la crise qu'ont connue les banques commerciales dans les principaux pays industrialisés. Au début des années 70, aux Etats-Unis, l'activité d'intermédiation financière des banques a commencé de diminuer, ce à quoi se sont ajoutés à la fois la perte

d'emprunteurs de qualité et un resserrement des marges financières en raison de la concurrence croissante d'intermédiaires financiers non bancaires. Le développement des prêts à l'étranger a été pour les banques un moyen d'accroître leurs marges d'intérêt, au prix d'une hausse jugée acceptable des risques. A l'époque de la crise latino-américaine, on considérait qu'il n'y avait pas de risque de crédit lorsque l'on prêtait à un Etat. En même temps, une plus grande diversification internationale du portefeuille de prêts était censée réduire la volatilité des recettes des banques. Ainsi, l'offre de capitaux a augmenté dès lors que les banques s'efforçaient d'accroître le rendement de leurs actifs, corrigé en fonction des risques, en multipliant leurs prêts à l'étranger. On a vu par la suite comment la réalité a démenti les postulats qui sous-tendaient cette hausse.

Néanmoins, le règlement de la crise de la dette des années 80, par rééchelonnement des remboursements au moyen de l'émission d'obligations Brady puis de nouvelles obligations souveraines, a permis aux banques de gagner de l'argent en négociant ces obligations sur le marché secondaire et en percevant des frais et des commissions pour leur activité de conseil ainsi que pour le placement des nouvelles émissions d'obligations souveraines et des émissions d'actions dans le cadre des programmes de privatisation. Ainsi, les crises latino-américaines de 1982 et de 1994 illustrent la mutation des banques concernant leurs sources de profits, les bénéfiques sur les marges financières étant remplacés par les frais et les commissions perçus sur les activités, moins risquées, de placement et sur les transactions. C'est une des principales raisons qui expliquent la diminution des crédits consortiaux au profit des investissements de portefeuille, les banques encourageant les investisseurs à avoir recours à leurs services pour investir sur les marchés émergents. Lorsque la crise du SME a éclaté, les banques commerciales étaient devenues la source de financement de grandes banques d'investissement et d'arbitragistes de fonds spéculatifs. Les banques acceptaient le risque de crédit, mais les risques de marché et de change étaient encourus par les arbitragistes. Dans la crise asiatique, ce sont les banques elles-mêmes qui sont devenues arbitragistes en réalisant des opérations pour compte propre. Si elles n'avaient pas été obligées de diversifier leur activité pour accroître le rendement de leurs capitaux, il est très probable que la hausse des flux financiers et les modifications de leur répartition entre les pays auraient été bien moindres. La concurrence au sein du secteur financier provoquée par la déréglementation apparaît ainsi comme une cause certaine de l'aggravation de l'instabilité financière.

### **3. Inversion des flux de capitaux et instabilité financière**

Les récentes crises financières ont notamment eu en commun une transformation des entrées massives de capitaux en sorties de capitaux tout aussi massives et rapides dès lors que les conditions initiales avaient changé ou que ces apports de capitaux rendaient intenable les politiques et les conditions économiques intérieures. De manière générale, les sorties massives de capitaux et les crises de la dette dans les pays en développement ont presque toujours été associées à une montée des taux d'intérêt internationaux. Une fois encore, l'appréciation de la monnaie et l'aggravation des déficits extérieurs comptent parmi les traits caractéristiques de telles crises. Des politiques intérieures qui semblent viables en période de croissance rapide et d'afflux importants de capitaux le sont moins lorsque les capitaux sortent du pays.

De fortes entrées de capitaux poussent généralement les banques à accorder trop de prêts, d'où un risque, lorsque les flux s'inversent, d'instabilité ou



d'effondrement du système bancaire. On a aujourd'hui tendance à attribuer cette instabilité à une réglementation nationale inadaptée du secteur financier ou à une surveillance insuffisante de l'application de la réglementation, et à insister sur une libéralisation progressive et appropriée, assortie d'un système efficace de règles prudentielles. Il s'agit là d'une analyse intéressante, mais tardive. Par exemple, parmi les dix leçons qu'elle a tirées de la crise latino-américaine de la dette dix ans après, la Banque mondiale a accordé une grande importance à l'accès aux marchés financiers internationaux, mais n'a rien dit du rythme de la libéralisation ou des règles prudentielles 3/. Toutefois, comme on le verra dans le chapitre suivant, les règles ne peuvent pas tout. S'il est vrai que lors des crises au Chili, au Mexique et en Asie de l'Est, les systèmes bancaires venaient tout juste d'être libéralisés et déréglementés et que les organismes de réglementation et de surveillance sont notoirement lents à s'adapter à l'évolution de la structure et de l'activité des marchés financiers, il n'est pas d'exemple de pays, développé ou en développement, où une augmentation importante des liquidités dans le secteur bancaire n'ait pas entraîné une distribution excessive de crédits, une baisse de la qualité des actifs et un relâchement de l'évaluation des risques.

La distribution excessive de crédits par les banques au cours de la période précédant une crise a généralement été beaucoup facilitée par la capacité de ces banques d'emprunter à l'étranger à des taux très inférieurs à ceux qu'elles appliquaient aux prêts intérieurs. Si elles ont ainsi pu s'assurer des marges plus élevées, elles ont souvent eu tendance à être moins attentives à l'évaluation des risques de crédit. Dans la plupart des crises, la multiplication des prêts bancaires a été la conséquence de l'entrée des banques dans un domaine d'activité qu'elles ne connaissaient pas, et les prêts bancaires ont avant tout servi à financer un accroissement rapide du prix des actifs - phénomène des "bulles" financières. Les prix de l'immobilier et des actions sont montés très rapidement dans le cas du Chili, tout comme dans les mois qui ont précédé la crise mexicaine ainsi que dans la plupart des pays d'Asie du Sud-Est. Dans presque tous ces cas, les banques avaient récemment accru le volume de leurs prêts garantis par de l'immobilier résidentiel ou commercial et multiplié leurs investissements dans des sociétés financières et immobilières. Etant novices dans ce genre d'activités, les responsables des crédits bancaires n'avaient généralement que peu d'expérience de l'évaluation des biens donnés en nantissement et ils ont donc eu tendance à accepter des prix du marché qui pouvaient être bien supérieurs à une estimation fiable de la valeur de liquidation.

Dans toutes les crises, exceptée celle du SME, l'inversion des mouvements de capitaux s'est accompagnée d'une crise du système bancaire, imputable non seulement à un encours excessif de prêts, comme décrit plus haut, mais également à l'existence de graves asymétries des positions en devises sur les bilans du fait des emprunts contractés en devises pour profiter des différentiels de taux d'intérêt. Au Chili, l'expansion du crédit a été alimentée par des emprunts en dollars; la crise de la dette en Amérique latine a presque uniquement impliqué des prêts consortiaux en dollars des Etats-Unis; et la crise asiatique s'est également caractérisée par l'ampleur des engagements en devises des banques et des entreprises. Ce facteur était donc présent partout, sauf dans la crise du SME où les investisseurs spéculaient sur les variations de taux d'intérêt pour réaliser des gains sur des actifs étrangers; même dans ce cas, la nécessité de couvrir le risque de change a fini par provoquer la crise.

Du point de vue de la stabilité, les engagements en devises présentent deux risques. Le premier est le risque de taux d'intérêt, car un emprunt en devises se fait généralement à court terme et réagit rapidement à l'évolution des taux d'intérêt internationaux, d'où des écarts de taux très changeants. Le second est le risque de change. Des variations importantes des taux de change peuvent produire des changements rapides de la valeur, en monnaie nationale, des engagements extérieurs, sans pour autant entraîner un changement correspondant de la valeur des actifs - si les banques ou les entreprises n'effectuent pas de transactions extérieures, il n'y aura aucune incidence immédiate sur la valeur de leurs avoirs. Une baisse du taux de change alourdit donc l'encours des engagements par rapport aux actifs, entraînant des pertes financières immédiates et une baisse de la valeur des fonds propres. Des variations trop fortes peuvent conduire à un manque de liquidité, voire à l'insolvabilité, des emprunteurs en devises. Des sorties rapides de capitaux provoquant généralement une crise monétaire et la dépréciation de la monnaie, il en résulte automatiquement une plus grande fragilité financière des banques et une plus grande vulnérabilité des entreprises. Les efforts déployés pour endiguer les pertes, par remboursement des dettes ou par couverture du risque restant, accroissent les tensions sur la monnaie. Ainsi, lorsque les prêts en devises consentis par les banques et les emprunts en devises souscrits par les entreprises sont considérables, les sorties de capitaux s'accompagnent généralement de nombreuses faillites de banques et d'entreprises.

#### 4. Une crise typique de l'après-Bretton Woods

Les crises de l'après-Bretton Woods ayant en commun de nombreux facteurs, il est possible de dégager les caractéristiques d'une crise financière typique combinant instabilité intérieure et instabilité extérieure. Une telle crise suppose un différentiel de taux d'intérêt croissant, allant souvent de pair avec une politique monétaire stricte visant à la stabilité des prix. La déréglementation des marchés financiers et la libéralisation des mouvements de capitaux sont appliquées parallèlement à des régimes monétaires préservant la stabilité du taux de change nominal. Ces mesures créent des marges d'arbitrage suffisantes pour attirer des capitaux liquides et des capitaux à court terme et renforcent la stabilité de l'indexation du taux de change. La libéralisation et la déréglementation permettent aux banques d'exercer de nouvelles activités dans le pays et aux entreprises nationales d'emprunter à l'étranger, en évitant ainsi des taux d'intérêt intérieurs élevés, mais en s'exposant de plus en plus à un risque de change. Si l'inflation est maîtrisée et le taux de change nominal stable, la monnaie s'apprécie en valeur réelle, ce qui affaiblit la balance extérieure. Par ailleurs, en voulant neutraliser les effets des entrées de capitaux sur l'expansion du crédit intérieur, on accentue les pressions sur les taux d'intérêt. Les obligations d'Etat étant émises pour financer la neutralisation des entrées de capitaux qui sont ensuite détenus comme réserves à l'étranger à des taux d'intérêt inférieurs, la situation budgétaire tend à se détériorer.

Le pays finit par perdre tout contrôle de sa balance extérieure ou de ses équilibres budgétaires, ou encore des deux à la fois, et les conditions financières intérieures se détériorent très fortement; la vulnérabilité à un changement d'appréciation des marchés et à des hausses des taux à l'étranger est telle qu'elle peut déclencher une sortie rapide de capitaux et "casser" l'indexation du taux de change, entraînant des pertes en capital au bilan des banques et des entreprises qui n'ont pas couvert leurs engagements en devises. L'accroissement de la demande de devises en vue de couvrir ces pertes peut

provoquer une chute libre de la monnaie, qui entraînera d'innombrables faillites.

Une telle situation peut se produire indépendamment des types d'emprunteurs et de prêteurs et des catégories de flux financiers. Elle naît non pas de politiques qui ne sont pas viables, mais de l'adoption de politiques de stabilisation macro-économique et d'intégration au système économique mondial en vue de tirer parti de la mondialisation des marchés. Cependant, en l'absence de mesures de contrôle efficaces, les mouvements de capitaux faussent les effets de ces politiques au point d'en compromettre fortement les objectifs premiers.

### C. Fragilité financière et crise en Asie de l'Est

#### 1. Afflux de capitaux et accroissement de la vulnérabilité extérieure

Comme dans presque toutes les autres crises, la crise en Asie de l'Est a été précédée par une très forte hausse des flux de capitaux vers la région. A partir du début des années 90, le volume des prêts à court terme accordés par des banques commerciales à des banques et à des entreprises a augmenté rapidement. Bénéficiant de taux d'épargne intérieure élevés, les pays asiatiques empruntaient néanmoins à l'extérieur, mais leurs ratios dette extérieure-exportations n'ont jamais atteint des niveaux tels que ceux qui ont provoqué les difficultés rencontrées en Amérique latine dans les années 80; en fait, ces pays étaient considérés comme des modèles de gestion de l'emprunt extérieur. La raison en était, d'une part, que les pouvoirs publics intervenaient explicitement ou implicitement pour orienter cet emprunt vers le financement d'investissements dans le secteur des exportations et, d'autre part, que des excédents budgétaires réguliers indiquaient que l'emprunt souverain était faible 4/.

Dans les années 90, certains pays - Hong-kong (Chine), Malaisie, Singapour - s'appuyaient principalement sur l'IED, tandis que d'autres - Philippines, République de Corée - recevaient des apports financiers extérieurs surtout sous la forme d'investissements internationaux de portefeuille 5/. Les prêts bancaires, qui avaient quasiment disparu à la suite de la crise latino-américaine de la dette, sont restés modestes, sauf en Indonésie, jusqu'au milieu de la décennie, puis les banques sont devenues une source de plus en plus importante de financement. La majeure partie de ces prêts sont allés à des emprunteurs non financiers du secteur privé, même si en République de Corée surtout le secteur financier en a également bénéficié dans des proportions appréciables (tableau 25). Contrairement aux prêts consortiaux des années 70, il s'est agi avant tout de prêts non consortiaux et, en grande partie, à court terme (tableau 26).

Un certain nombre de raisons concernant aussi bien l'offre que la demande expliquent cette augmentation des prêts bancaires à court terme en Asie. Au début des années 90, les principaux pays industrialisés ont adopté des politiques de faibles taux d'intérêt pour lutter contre la récession; au Japon, les taux ont été ramenés à des niveaux excessivement bas pour aider l'économie du pays à se relever de l'effondrement du marché de l'immobilier et de l'éclatement des "bulles" financières de 1989 et 1990. Les profits comparativement plus élevés qu'il était possible de réaliser dans des pays asiatiques à forte croissance et à faible risque, dont les taux de change apparaissaient relativement stables, ont attiré les investisseurs. La crise mexicaine a renforcé cette appréciation des marchés. En 1994, un volume

**Tableau 25**  
**PRÊTS ACCORDES PAR LES BANQUES DECLARANTES DE LA BRI**  
**À CERTAINS PAYS ASIATIQUES, PAR SECTEUR, FIN JUIN 1997**

Economie	Tous secteurs	Banques	Secteur privé non bancaire	Secteur public
	(en millions de dollars)		(en pourcentages)	
Hong-kong (Chine)	222 289	64,8	33,9	0,5
Indonésie	58 726	21,1	67,7	11,1
Malaisie	28 820	36,4	57,1	6,4
Philippines	14 115	38,9	48,0	13,1
République de Corée	103 432	65,1	30,6	4,2
Singapour	211 192	82,8	16,6	0,5
Province chinoise de Taïwan	25 163	61,6	36,8	1,6
Thaïlande	69 382	37,6	59,5	2,8

Source : BRI, *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending, First Half 1997*, Bâle, janvier 1998.

Note : Les chiffres se rapportent à des créances extérieures consolidées, dans toutes les monnaies concernées, et à des créances locales en monnaies non locales. La somme de la part des banques, de celle du secteur privé non bancaire et de celle du secteur public n'est pas toujours égale à 100 % du fait que certaines créances n'ont pu être attribuées.

**Tableau 26**  
**VENTILATION PAR ECHEANCES DES PRÊTS ACCORDES PAR LES BANQUES DECLARANTES**  
**DE LA BRI À CERTAINS PAYS ASIATIQUES**  
(En millions de dollars)

	Prêts dont l'échéance est de								
	Tous les prêts			Moins d'un an			1 à 2 ans		
	Jun 1996	Déc. 1996	Jun 1997	Jun 1996	Déc. 1996	Jun 1997	Jun 1996	Déc. 1996	Jun 1997
Hong-kong (Chine)	211 238	207 037	222 289	179 784	170 705	183 115	5 119	5 248	4 417
Indonésie	49 306	55 523	58 726	29 587	34 248	34 661	3 473	3 589	3 541
Malaisie	20 100	22 234	28 820	9 991	11 178	16 268	834	721	615
Philippines	10 795	13 289	14 115	5 948	7 737	8 293	531	565	326
République de Corée	88 027	99 953	103 432	62 332	67 506	70 182	3 438	4 107	4 139
Singapour	189 195	189 235	211 192	176 080	175 228	196 600	2 707	1 799	1 719
Province chinoise de Taïwan	22 470	22 363	25 163	19 405	18 869	21 966	585	483	236
Thaïlande	69 409	70 147	69 382	45 834	45 702	45 567	4 083	4 829	4 592

Source : BRI, *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending, First Half 1997*, Bâle, janvier 1998.

Note : Les chiffres se rapportent à des créances extérieures consolidées, dans toutes les monnaies concernées, et à des créances locales en monnaies non locales.

croissant d'investissements consistait davantage en fonds d'arbitrage à court terme visant à tirer profit des différentiels de taux d'intérêt qu'en fonds investis à long terme dans le secteur productif.

Les emprunts à court terme en devises et à faibles taux d'intérêt ont permis aux entreprises asiatiques de réduire leurs coûts de financement et de s'isoler de conditions monétaires intérieures qui résultaient souvent de politiques ayant pour objectif de restreindre l'activité économique pour ne pas perdre la maîtrise de la balance des paiements. Par ailleurs, divers facteurs internes et externes ayant entraîné une diminution de leurs recettes, les entreprises ont été poussées à rechercher des coûts de financement plus bas. Alors que la récession de 1990-1991 dans les pays industrialisés n'avait eu que peu d'incidences sur la croissance des exportations asiatiques, les échanges commerciaux ont paradoxalement commencé à se ralentir au moment où, en 1994 et 1995, la reprise démarrait dans ces pays, du fait d'une baisse de leur propension à importer. Conséquence du recul de la demande extérieure et des prix à l'exportation, le taux de croissance des recettes d'exportation a fortement chuté dans toute la région en 1996, notamment en Malaisie (de plus de 15 points de pourcentage) et en Thaïlande (de plus de 20 points de pourcentage).

Comme indiqué dans le Rapport sur le commerce et le développement, 1996, de nombreux pays d'Asie du Sud-Est ont eu de plus en plus de mal à maintenir leur compétitivité dans les industries manufacturières à forte intensité de main-d'oeuvre du fait de l'arrivée sur le marché de producteurs à faibles coûts, d'où l'apparition d'un excédent de l'offre mondiale et une baisse rapide des prix de nombreuses exportations manufacturées d'Asie de l'Est. La valeur des articles manufacturés à faible intensité de technologie ne cessant de baisser, les termes de l'échange se sont dégradés rapidement dans de nombreux pays de la région tandis que, dans le monde développé, les taux d'expansion progressaient et les entreprises se concentraient sur une production à plus forte intensité de technologie. De nombreux pays asiatiques réagirent en augmentant leurs investissements productifs dans l'espoir d'accroître leurs parts de marché et en se lançant dans de nouveaux domaines de production, alimentant ainsi une offre mondiale déjà excédentaire.

Cet effort d'expansion des capacités de production et des parts de marché s'est traduit par la progression d'un ratio investissement/production déjà élevé (tableau 27), à laquelle a contribué l'accès à un financement extérieur d'un coût relativement faible. Cette expansion des capacités s'est produite à un moment où les taux de croissance dans la région passaient d'une moyenne de 10 % environ à approximativement 8 %, la combinaison de ces deux facteurs suggérant que la rentabilité de l'investissement fléchissait. De fait, le rendement de l'actif des chaebols, en République de Corée, est tombé à environ 1 %, en dépit d'un ratio d'effet de levier extrêmement élevé, tandis que le rendement des fonds propres en Indonésie, Thaïlande et Malaisie entre 1992 et 1996 devenait inférieur aux taux d'intérêt à court terme pratiqués dans ces pays 6/. Les entreprises ne pouvaient donc que chercher à réduire leurs coûts de financement, ou à augmenter le rendement de leurs fonds propres, par amplification de l'effet de levier; elles ont finalement réduit leurs coûts de financement en empruntant des capitaux à court terme auprès de banques étrangères.

Tableau 27

INVESTISSEMENT DANS CERTAINS PAYS ASIATIQUES EN POURCENTAGE DU PIB,  
1986-1995  
(moyennes annuelles)

Pays	1986-1990	1991-1995
Chine	27,8	35,3
Indonésie	26,3	27,2
Malaisie	23,4	39,1
Philippines	19,0	22,2
République de Corée	31,9	37,4
Singapour	32,4	34,1
Thaïlande	33,0	41,1

Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après des données de la Banque asiatique de développement, *Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries*, diverses livraisons.

Ces difficultés structurelles ont été aggravées par une évolution défavorable des taux de change, due à des oscillations du taux de change dollar-yen. Or, la stabilité des taux de change était un élément important de la stratégie de développement par les exportations des pays est-asiatiques et ce d'autant plus que ces pays étaient engagés dans un processus d'intégration, dans le contexte d'une division régionale du travail en "vol d'oiseaux sauvages". Du fait de la forte concentration d'exportations asiatiques sur des marchés où les transactions s'effectuaient en dollars, les taux de change, même s'ils n'étaient pas fixes, avaient généralement été stables depuis la fin des années 80, dans une fourchette de fluctuation d'environ 10 % par rapport au dollar (voir l'encadré 2).

Le taux yen-dollar a été extrêmement fluctuant dans les années 90 : après s'être apprécié de quelque 40 % pour atteindre 80 yen pour 1 dollar au printemps 1995, il est retombé à environ 130-135 yen pour 1 dollar fin 1997, soit une dépréciation de plus de 50 %. Tandis que l'appréciation précédente du yen par rapport au dollar avait alourdi la charge de la dette libellée en yen, celle-ci s'est accompagnée - à la différence de ce qu'avaient connu les pays latino-américains lors de l'appréciation du dollar dans les années 80 - d'une baisse des taux d'intérêt et d'une augmentation des investissements japonais en Asie de l'Est et du Sud-Est. En revanche, la dépréciation du yen a non seulement découragé les investissements en Asie de l'Est des entrepreneurs japonais, mais aussi réduit la compétitivité des producteurs est-asiatiques qui maintenaient des taux de change stables vis-à-vis du dollar. Ainsi, la lente appréciation du dollar qui a à peu près coïncidé avec l'amorce d'une baisse de la demande mondiale et d'une détérioration des termes de l'échange a provoqué une diminution tout à la fois de la compétitivité, des investissements étrangers directs japonais et des exportations vers le Japon et d'autres marchés. De surcroît, pendant cette même période, la Chine a pris des mesures pour ajuster la valeur extérieure de sa monnaie, ce qui a accru sa compétitivité par rapport aux NPI est-asiatiques.

## Encadré 2

### REGIMES DE CHANGE EN ASIE DE L'EST

Au début de la crise, les pays est-asiatiques le plus gravement touchés (à l'exception de Hong-kong (Chine) avaient des régimes de change qui permettaient à la banque centrale d'intervenir pour stabiliser le taux au comptant en application de directives précises. Pour sa part, Hong-kong (Chine) bénéficiait d'un régime de conseil monétaire, et sa monnaie était rattachée au dollar des Etats-Unis. L'objectif des directives était soit de stabiliser la monnaie par rapport à une monnaie ou à un panier de monnaies étrangères, soit de permettre une appréciation ou une dépréciation progressive. Le baht thaïlandais, par exemple, était lié à un panier constitué par les monnaies des principaux partenaires commerciaux du pays (le dollar représentant 80 % de la valeur du panier); de fait, le taux baht/dollar a évolué dans une marge étroite dans les années 90, jusqu'à la crise. L'Indonésie laissait le taux rupiah/dollar fluctuer dans une fourchette autour d'un taux moyen, ajusté pour permettre une dépréciation de la monnaie de 4 % par an devant compenser la différence entre l'inflation intérieure et l'inflation internationale. En Malaisie et aux Philippines, les interventions visaient à stabiliser le taux de change par rapport au dollar. En Malaisie, cette politique était associée, depuis le début des années 90, à une appréciation progressive du ringgit; aux Philippines, les variations du peso par rapport au dollar étaient minimales depuis 1993. A Singapour, les interventions visaient à stabiliser le dollar singapourien par rapport à un panier de monnaies pondéré en fonction des échanges, tout en permettant une appréciation nominale du taux de change effectif de 3,5 à 4 % par an. La République de Corée laissait flotter le won chaque jour dans une fourchette de 2,25 % autour du taux moyen won/dollar de la veille. Une période de légère appréciation par rapport au dollar entre 1994 et mai 1996 a été suivie par une phase de dépréciation plus rapide, la monnaie perdant 13 % sur 12 mois à partir de fin mai 1996.

Les variations des taux de change réels dans ces pays ont été le plus souvent assez limitées entre 1990 et 1996 : en Indonésie, une faible dépréciation a été suivie d'un renversement de tendance, la Malaisie a connu une petite appréciation, la République de Corée une dépréciation jusqu'à 1993, suivie d'un renversement de tendance et la Thaïlande une légère appréciation entre 1990 et 1996. Aux Philippines et à Singapour, en revanche, la monnaie s'est sensiblement appréciée - de près de 30 % pour le peso.

Face aux afflux considérables de capitaux au cours des années 90, les gouvernements ont généralement choisi d'intervenir pour empêcher une appréciation de la monnaie. La Thaïlande a eu recours à une "neutralisation" limitée en pratiquant une politique d'excédents budgétaires et en déposant les montants correspondants auprès de la banque centrale. En Indonésie, la banque centrale a émis des certificats de dépôt entre 1990 et 1993, puis les excédents budgétaires ont été utilisés à des fins de "neutralisation". En Malaisie, la banque centrale a tout d'abord pratiqué une politique soutenue d'emprunt interbancaire, puis, lorsque cette technique s'est révélée insuffisante, le gouvernement a également eu recours au contrôle des capitaux.

La perte de compétitivité et la contraction des recettes d'exportation ont accru le risque de change, puisqu'une entreprise exportatrice qui emprunte en devises se protège implicitement contre ce risque par ses recettes d'exportation. La croissance rapide jusque-là des recettes en devises avait créé un sentiment de confiance dans la poursuite d'une telle croissance. Ainsi, habituées à une décennie de taux de change relativement stables et une croissance soutenue des exportations, les entreprises n'éprouvaient guère le besoin de couvrir expressément le risque de change associé aux emprunts en devises. Pour les mêmes raisons, les créanciers d'entreprises exportatrices ont jugé inutile de couvrir explicitement le risque de crédit lié aux fluctuations monétaires. A mesure que la croissance des exportations se ralentissait, la protection implicite a diminué, exposant ainsi les entreprises à un risque de change croissant.

A partir du milieu des années 90, les pays d'Asie de l'Est à croissance dynamique ont subi une détérioration de leurs recettes et du rendement de l'investissement en raison de l'évolution de l'environnement mondial. Certes, l'emprunt étranger à court terme a quelque peu "amorti" leurs difficultés financières, mais il a également rendu les entreprises extrêmement vulnérables à des variations des taux de change et des taux d'intérêt internationaux – situation très proche de celle qu'avaient connue les pays latino-américains du Cône austral au début des années 80 (voir l'annexe).

## 2. Libéralisation financière et "bulle" spéculative

Les phénomènes décrits ci-dessus se sont accompagnés de changements fondamentaux dans le système financier de la région. Les pays est-asiatiques ont été incités, par certains milieux, à suivre le Japon dans la voie de la libéralisation financière, à accorder aux établissements financiers une plus grande liberté de décision en matière d'emprunts et de prêts et à appliquer une politique monétaire plus libérale en assouplissant les contrôles. Dans la République de Corée, l'abandon du contrôle des emprunts extérieurs privés, en vigueur depuis la fin de la deuxième guerre mondiale, a coïncidé avec la demande d'adhésion à l'OCDE déposée par le pays. La libéralisation financière est allée plus loin encore dans les pays du deuxième rang. La Thaïlande, par exemple, a créé la "Bangkok International Banking Facility", qui devait servir de relais aux investissements étrangers destinés aux pays asiatiques du troisième rang (Cambodge, République démocratique populaire lao, Myanmar et Viet Nam), et qui seraient sinon passés par Singapour ou Hong-kong (Chine). En fait, cette structure a canalisé les prêts étrangers à court terme vers les banques et les sociétés financières thaïlandaises libéralisées.

Le financement du développement asiatique ayant privilégié l'octroi de crédits aux entreprises manufacturières exportatrices, les établissements financiers, une fois obtenue une plus grande liberté, ont cherché à diversifier leur portefeuille pour obtenir des rendements plus élevés. En raison de l'abondance de l'épargne privée, les possibilités d'expansion du crédit à la consommation étaient faibles, tandis que la rentabilité de l'industrie manufacturière était considérée en recul. En Asie du Sud-Est, une croissance rapide et la présence de plus en plus forte d'investisseurs étrangers ont dès lors fait apparaître l'immobilier commercial et résidentiel comme un secteur à haute rentabilité. Les entreprises de construction et les sociétés de promotion immobilière sont devenues, pour les banques, de bons investissements, du point de vue des profits escomptés et de la diversification – tout comme ils avaient



attiré, dix ans auparavant aux Etats-Unis, les caisses d'épargne et de crédit, qui venaient d'être déréglementées (voir l'annexe).

On estime que les crédits immobiliers constituaient de 25 à 40 % des prêts bancaires en Thaïlande, en Malaisie et aux Philippines en 1998, en grande partie financés par des emprunts extérieurs à court terme. Par exemple, le passif extérieur net des banques thaïlandaises représentait 20 % de leurs actifs intérieurs. Entre un tiers et la moitié de la croissance du PIB thaïlandais depuis 1994 peut être attribué à des activités liées à l'immobilier. Cette croissance s'est accompagnée de très fortes hausses des prix de l'immobilier et des actions des sociétés d'investissement et de promotion immobiliers, qui, avec l'expansion des prêts destinés à financer la spéculation boursière, ont créé une "bulle" sur le marché boursier thaïlandais. Il en a résulté un gonflement du volume des emprunts à effet de levier, les bons résultats de ces sociétés et des banques qui les finançaient dépendant dès lors d'une augmentation continue des prix de l'immobilier. La valeur des garanties des prêts bancaires étant évaluée en fonction des hausses anticipées du prix des actifs plutôt que sur la base, plus réaliste, de la valeur liquidative dans un environnement plus modeste, les banques et les sociétés immobilières sont devenues extrêmement vulnérables à une inversion des prix, à une hausse des taux d'intérêt ou à une dépréciation du bath.

Bien que les pays est-asiatiques aient commencé à moderniser leurs systèmes de réglementation et de contrôle bien avant la plupart des autres pays en développement, ces systèmes n'ont pas empêché l'accumulation excessive de risques et la fragilisation du secteur financier (voir l'encadré 3). On sait qu'il est difficile pour les organismes de surveillance bancaire d'empêcher la formation de "bulles" dans l'immobilier, car la valeur des actifs considérés se fonde sur la croissance anticipée du revenu ou, dans le cas des sociétés immobilières, sur les prix du marché, qui servent souvent de base d'évaluation. Il est plus difficile encore d'estimer la valeur liquidative d'un bien immobilier, dont on considère généralement qu'il possède une valeur objective réelle indépendante de sa valeur comptable, même si cela est sans effets sur les résultats financiers de la banque octroyant le prêt. De plus, non seulement les organismes de réglementation et les autorités de surveillance bancaire manquaient d'expérience par rapport aux conditions créées par la libéralisation récente, mais de nombreuses institutions financières n'étaient fondamentalement soumises à aucune réglementation et, en raison du flou des normes comptables <sup>7/</sup> et de l'inadéquation des règles de notification des prêts improductifs, les organismes de surveillance n'avaient pas d'idée précise de l'ampleur du risque auquel étaient exposées ces institutions financières. Enfin, la plus grande partie des emprunts privés contractés auprès de banques internationales l'ont été par des sociétés non bancaires – un tiers en République de Corée, 60 % environ en Malaisie et en Thaïlande, et plus encore en Indonésie (tableau 25).

La recherche de sources de financement nouvelles et à faible coût ainsi que de nouvelles formes de prêts à marge élevée ont entraîné une expansion rapide des emprunts étrangers à court terme et du crédit intérieur, notamment en Malaisie et en Thaïlande (tableau 28). La situation qui en a découlé rappelait celle qu'avaient connue les Etats-Unis dans les années 80, lorsqu'une croissance rapide des prêts immobiliers commerciaux avait créé un sentiment d'expansion des revenus réels qui ne s'appuyait pas sur une véritable activité productive et qui tendait à masquer les difficultés structurelles et cycliques de l'économie réelle (voir l'annexe). Toutefois, dans le cas asiatique, l'effet de levier reposait sur l'emprunt extérieur. Au lieu de financer une activité d'exportation

permettant d'obtenir les devises nécessaires au service de la dette extérieure, cet emprunt a servi à financer des investissements dans l'immobilier et dans d'autres secteurs non exportateurs qui contribuaient beaucoup à la croissance, de sorte que la poursuite de celle-ci dépendait d'un afflux continu de capitaux assurant un financement à faible taux d'intérêt.

Tableau 28

CREDITS BANCAIRES ACCORDES AU SECTEUR PRIVE DANS CERTAINS PAYS ASIATIQUES,  
1981-1997  
(en pourcentage)

	Taux annuel réel d'expansion <u>a/</u>		Pourcentage du PIB
	1981-1989	1990-1997	1997
Hong-kong (Chine)	13	8	157
Province chinoise de Taiwan	15	13	138
Indonésie	22	18	57
Malaisie	11	16	95
Philippines	-5	18	52
République de Corée	13	12	64
Singapour	110	12	97
Thaïlande	15	18	105
<i>Pour mémoire:</i>			
Etats-Unis	5	0,5	65
Japon	8	1,5	111
G-10 Europe <u>b/</u>	6	4	89

Source : BRI, 68ème Rapport annuel, Bâle, juin 1998, tableau VII.1.

a/ Valeur courante ajustée d'après l'indice des prix à la consommation; les données de 1997 sont des estimations.

b/ Allemagne, Belgique, France, Italie, Pays-Bas, Suède, Suisse et Royaume-Uni. Moyenne pondérée, sur la base du PIB et des PPA de 1990.

### Encadré 3

#### REGLEMENTATION DU SECTEUR BANCAIRE EN ASIE DE L'EST

La qualité de la réglementation financière varie considérablement selon les pays. Singapour et Hong-kong (Chine) ont des systèmes bien développés, dont témoigne la force de leurs banques (avec des ratios élevés capital/actifs pondérés en fonction des risques et un faible volume – pour la région – de prêts improductifs par rapport au total des crédits). Il est intéressant de remarquer que les engagements des banques dans l'immobilier sont particulièrement importants à Hong-kong (Chine). Conscients que cette situation fragilisait le système bancaire, les autorités ont imposé des règles exceptionnellement strictes, limitant la valeur d'un prêt par rapport à celle du bien immobilier qui lui sert de caution, en vue de protéger les banques des conséquences d'une chute des prix de l'immobilier 1/. Dans d'autres pays touchés par la crise, une grande partie des banques présente des faiblesses dans certains domaines ou dans tous, par exemple la réglementation du risque de crédit et du risque de marché 2/, le contrôle des désalignements monétaires, le classement et le provisionnement des prêts improductifs, la qualité du contrôle bancaire. Depuis le début des années 90, des mesures ont été prises un peu partout pour mettre sur pied de véritables systèmes de réglementation bancaire mais, lorsque la crise a éclaté, la législation présentait encore de graves lacunes et la réglementation existante n'était souvent pas encore appliquée dans sa totalité.

En Thaïlande, par exemple, les normes de fonds propres pour le risque de crédit du Comité de Bâle ont été adoptées en 1993 et sont entrées en vigueur en janvier 1995, tandis qu'une version moins stricte était appliquée aux sociétés financières dès juillet 1994. Nombre de problèmes associés à la crise ont été dus à un ensemble de facteurs : exposition des sociétés financières aux risques de marché dans un système réglementaire qui ne disposait pas de mécanismes appropriés pour maîtriser de tels risques, insuffisance des normes relatives au classement et au provisionnement des prêts improductifs, surveillance insuffisante des garanties des prêts immobiliers, contrôle inadapté des risques monétaires. En République de Corée, les normes de fonds propres du Comité de Bâle étaient en vigueur depuis 1995 et une refonte totale du système de réglementation et de contrôle du secteur financier était en projet. Mais en 1997, les normes de 1995 concernant les fonds propres étaient encore loin d'être respectées et, en raison du laxisme des normes comptables, l'information financière des banques laissait à désirer, ce qui était particulièrement préoccupant dans le cas des prêts improductifs, dont il était généralement estimé que les niveaux officiellement annoncés étaient beaucoup trop faibles, de même que les provisions pour créances irrécouvrables. En Indonésie également, avant la crise, les banques étaient censées respecter les normes de fonds propres du Comité de Bâle, mais l'application de ces normes et d'autres règles était très inégale : en 1996, les ratios de fonds propres de plusieurs banques étaient inférieurs au minimum imposé de 8 % et d'autres règles prudentielles, par exemple concernant les positions nettes en devises au jour le jour, n'étaient souvent pas respectées.

Encadré 3 (suite)

A la suite de la crise est-asiatique, d'importants efforts ont été faits pour renforcer les régimes réglementaires, nombre de mesures étant prises en application des principes conditionnant l'aide financière du FMI. En Thaïlande, on a notamment relevé les normes de fonds propres des sociétés financières, imposé un classement plus rigoureux des prêts improductifs et adopté une nouvelle loi sur les faillites. Dans la République de Corée, un délai de deux ans a été donné aux banques dont le ratio de fonds propres était inférieur à 8 % pour corriger cette situation et pour provisionner correctement leurs créances irrécouvrables. En Indonésie, où la panique a frappé le secteur bancaire à la suite de la fermeture – imposée par le FMI – des 16 banques déclarées insolubles, des modifications ont été apportées à la réglementation, dont la garantie des créances sur les banques enregistrées dans le pays et le mandat donné à la Indonesian Bank Restructuring Agency (IBRA) de faire respecter les normes bancaires, avec le transfert à cet organisme des banques ne remplissant pas certains critères. En Malaisie, pays connaissant moins de problèmes bancaires que les trois précédents, des mesures sont actuellement prises pour renforcer les règles concernant le classement des prêts improductifs et les provisions pour créances irrécouvrables, porter le ratio de fonds propres des banques de 8 à 10 %, et adapter le niveau des fonds propres au risque de marché. En outre, l'Indonésie, la République de Corée et la Thaïlande ont libéralisé les règles concernant la participation étrangère au capital des banques nationales. On espère que cette libéralisation facilitera la recapitalisation du système bancaire, dont le coût est estimé entre 20 et 30 % du PIB. Tous ces changements témoignent de la volonté politique des gouvernements des pays considérés, mais l'application effective des mesures ne pourra qu'être relativement lente.

---

1/ Bien qu'utiles, ces règles ne pouvaient assurer une protection totalement efficace contre d'importantes variations des prix des actifs ayant des incidences défavorables sur la rentabilité des banques, comme le montre l'ampleur de la baisse du cours des actions survenue en octobre 1997, qui pourrait se traduire par des réductions implicites des prix de l'immobilier pouvant atteindre 50 %. Voir JP Morgan, Emerging Markets Data Watch, 24 octobre 1997, p. 5.

2/ Le risque de crédit découle de la possibilité que la contrepartie d'une banque ne respecte pas ses obligations; le risque de marché est le risque d'une perte due à la diminution de la valeur marchande d'un actif bancaire avant qu'il puisse être liquidé ou compensé d'une manière ou d'une autre.

La dépendance croissante à l'égard des capitaux étrangers et la nouvelle structure de l'emprunt extérieur ont ainsi accru la vulnérabilité de la région à une modification des flux de capitaux extérieurs. La conséquence la plus frappante a été la détérioration, dans les années 90, des balances extérieures parallèlement à l'accroissement et à la transformation des flux de capitaux extérieurs (tableaux 29 et 30). Cette détérioration a été particulièrement forte en Thaïlande, où ces capitaux ont de plus en plus servi à financer des investissements dans des secteurs non exportateurs, au détriment du secteur des exportations.

Tableau 29

BALANCE DES PAIEMENTS COURANTS ET FINANCEMENT EXTERIEUR  
EN ASIE DE L'EST a/, 1994-1998  
(milliards de dollars)

	1994	1995	1996	1997 b/	1998 c/
Balance des paiements courants	-24,6	-41,3	-54,9	-26,0	17,6
Financement extérieur net	47,4	80,9	92,8	15,2	15,2
Investissements directs en actions	4,7	4,9	7,0	7,2	9,8
Investissements de portefeuille	7,6	10,6	12,1	-11,6	-1,9
Prêts bancaires commerciaux	24,0	49,5	55,5	-21,3	-14,1
Prêts privés non bancaires	4,2	12,4	18,4	13,7	-3,3
Apports publics nets	7,0	3,6	-0,2	27,2	24,6
Variation des réserves d/	-5,4	-13,7	-18,3	22,7	-27,1

Source : Institut de finance internationale, "Capital flows to emerging market economies", Washington D.C., 29 janvier 1998, p. 2.

a/ Indonésie, Malaisie, Philippines, République de Corée et Thaïlande.

b/ Estimation.

c/ Prévisions.

d/ Le signe moins indique une augmentation.

En 1997, les prêteurs et les investisseurs internationaux connaissaient ces facteurs, responsables d'une vulnérabilité grandissant des économies est-asiatiques : ils auraient dû comprendre que cela annonçait un changement imminent de la dynamique de croissance de la région. Un certain nombre d'éléments positifs compensaient toutefois cette vulnérabilité. Les fondamentaux macro-économiques étaient sains et la politique budgétaire prudente. Les pays de la région étaient constamment loués par les institutions financières multilatérales pour leur gestion économique. Là où la balance du commerce extérieur et la balance des paiements étaient déséquilibrées, des mesures avaient été prises qui, dans la plupart des cas et notamment en Malaisie et en République de Corée, avaient donné des résultats positifs; par ailleurs, la dette extérieure à court terme avait commencé de diminuer. Dans les secteurs financiers qui montraient des signes évidents d'instabilité, les normes de réglementation, de surveillance et d'information en matière de pertes sur prêts étaient renforcées et les règles limitant la participation étrangère dans l'immobilier étaient libéralisées.

Tableau 30

BALANCE DES PAIEMENTS COURANTS EN POURCENTAGE DU PIB  
DANS CERTAINS PAYS ASIATIQUES, 1989-1997

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Chine	-1,3	3,9	4,3	1,4	-2,7	1,3	0,2	0,9	1,2
Hong-kong (Chine)	111,5	8,5	6,6	5,3	7,0	2,1	-3,4	-1,0	-1,0
Inde	-2,3	-	-	-1,5	-1,5	-0,9	-1,7	-1,2	-1,1
		2,2	1,5						
Indonésie	-1,2	-	-	-2,2	-1,3	-1,6	-3,4	-3,4	-3,6
		2,8	3,7						
Malaisie	0,8	-	-	-3,7	-4,4	-5,9	-8,5	-5,3	-5,9
		2,0	8,9						
Philippines	-3,4	-	-	-1,9	-5,5	-4,4	-4,4	-5,9	-4,5
		6,1	2,3						
République de Corée	2,4	-	-	-1,5	0,1	-1,2	-2,0	-4,8	-3,9
		0,9	3,0						
Singapour	9,6	8,3	11,2	11,4	7,3	15,9	17,7	15,0	13,7
Province chinoise de Taiwan	7,6	6,9	6,7	3,8	3,0	2,6	1,9	3,8	3,1
Thaïlande	-3,5	-	-	-5,7	-5,6	-5,9	-8,0	-8,0	-4,6
		8,5	7,7						

Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED, sur la base de statistiques nationales et internationales.

Ainsi, au début de 1997, s'il y avait des signes manifestes de plus grande vulnérabilité et d'instabilité croissante, il y avait aussi un certain nombre de facteurs encourageants, dont diverses mesures prises par les pouvoirs publics. L'économie thaïlandaise montrait plus que d'autres des symptômes évidents de déséquilibre externe et d'instabilité dans le secteur financier. Le fait que les investissements étrangers continuaient néanmoins d'affluer signifiait non pas que les problèmes étaient ignorés, mais tout simplement que l'on considérait que les facteurs positifs l'emportaient. D'ailleurs, la cote de crédit des pays est demeurée fort bonne jusqu'au début de la crise.

### 3. Le déclenchement de la crise et sa propagation

Comment expliquer, alors, le brusque et catastrophique revirement d'attitude des investisseurs étrangers sur le marché thaïlandais ? Il est difficile de trouver une cause précise. Des mesures vigoureuses devaient être prises pour corriger le déséquilibre de la balance extérieure et remédier à l'instabilité croissante du secteur financier, et l'incertitude politique du moment a évidemment joué un grand rôle. Le bath avait été soumis à des pressions spéculatives ponctuelles à partir de la fin de 1996, mais les interventions de la banque centrale avaient réussi à maintenir la monnaie dans sa marge de fluctuation.

Paradoxalement, les deux principaux facteurs de déclenchement de la crise semblent avoir été l'inversion brutale du cours du dollar par rapport au yen au début de mai 1997 et l'anticipation qui en a résulté d'une hausse des taux d'intérêt japonais. Les fonds d'arbitrage à court terme se sont donc déplacés

d'Asie du Sud-Est vers le Japon, provoquant des ventes massives de bath. Une défense acharnée de la monnaie a fait tomber à 2,5 milliards dollars les réserves nettes en devises de la Banque de Thaïlande. Même si, selon les chiffres officiels, les réserves s'élevaient à environ 30 milliards de dollars, la Banque avait pratiquement épuisé sa position nette, en grande partie par le biais d'engagements sur des opérations à terme, et ne pouvait plus freiner les ventes de bath sans emprunter des sommes importantes à l'étranger. Dès lors, la défense de la monnaie passait par des mesures administratives et des mesures de contrôle sélectif du marché, dont des restrictions à la vente de bath aux non-résidents. Le secteur financier étant au bord de l'effondrement et étant elle-même à court de réserves, la Banque de Thaïlande a succombé aux pressions du marché et a cessé officiellement de soutenir le baht le 2 juillet.

Du fait de la vulnérabilité financière des économies asiatiques, l'ajustement du taux de change a surtout pesé sur les engagements extérieurs des banques, des entreprises et des promoteurs immobiliers. Premièrement, le flottement du bath a fait clairement apparaître les risques inhérents aux emprunts étrangers non couverts. Deuxièmement, il a provoqué une hausse immédiate de la valeur en bath des passifs extérieurs des entreprises thaïlandaises sans créer d'accroissement équivalent de la capacité de rémunération des actifs, sauf dans le cas des entreprises exportatrices (voir la section B plus haut). Troisièmement, il a entraîné un gonflement des dépenses consacrées au remboursement des intérêts de la dette extérieure. Ainsi, le premier effet a été une baisse de la valeur actuelle nette des entreprises; le cours des actions était en effet orienté à la baisse depuis le début de l'année en raison des rumeurs de dévaluation. Privées des revenus des placements étrangers, les banques étaient dans une position plus difficile encore.

Prenant conscience du risque accru pesant sur l'encours de leurs prêts, les prêteurs étrangers ont commencé à demander aux entreprises et aux banques de rembourser leurs prêts à l'échéance. Pour réduire leur risque de change et faire face au coût du service de la dette extérieure, les entreprises devaient soit couvrir leurs engagements existants, soit les liquider en remboursant leurs dettes en devises. Dans un cas comme dans l'autre, il fallait vendre des bath pour obtenir des dollars. Comme le nouveau régime de change laissait la monnaie flotter librement, il était logique que les entreprises, les banques et les prêteurs étrangers agissent le plus vite possible. Le taux de change continuant à chuter, il devenait de plus en plus coûteux d'attendre, et les pressions à la vente se sont intensifiées. Les pressions croissantes sur le taux de change s'expliquent ainsi avant tout par les achats de dollars des entreprises et des banques pour couvrir ou liquider leurs dettes et par les demandes de remboursement de prêts des banques étrangères.

La décision de laisser flotter le baht remettant en question la stabilité des taux de change sur laquelle reposait la dynamique économique régionale, le peso philippin et le ringgit malaisien sont entrés dans une zone de turbulences dès l'annonce de la décision des autorités thaïlandaises. Après une intervention sur les marchés soutenue par un relèvement des taux d'intérêt, les autorités ont laissé les deux monnaies flotter. L'Indonésie étant censée posséder de meilleurs fondamentaux sous-jacents, en particulier concernant ses paiements courants, les pressions sur le rupiah ne se sont fait sentir qu'un peu plus tard. La Banque d'Indonésie a réagi rapidement en élargissant sa marge d'intervention dans l'espoir d'enrayer la spéculation, mais, bien vite, le rupiah se négociait également à la baisse.

A mesure que la panique gagnait toute la région et que les monnaies s'effondraient, les agents de change et les spéculateurs vendant du baht ont été rejoints par un nombre croissant d'entreprises et d'institutions financières nationales qui, obligées de mobiliser des montants en monnaie nationale toujours plus importants pour assurer le service de leur dette extérieure alors que leurs rentrées d'argent diminuaient, voyaient leur position financière se dégrader. Cela a déclenché une spirale à la baisse caractéristique d'une déflation de désendettement, où les efforts déployés par les entreprises pour éviter l'insolvabilité ne font qu'aggraver leur situation financière en faisant baisser davantage encore les taux de change et la valeur des actifs.

L'extension de la crise à l'Asie du Nord-Est a été due au fait que les opérateurs se sont rendu compte que l'ampleur des ajustements des taux de change en Asie du Sud-Est remettait en cause la compétitivité relative dans toute la région est-asiatique. La Province chinoise de Taïwan, puis Hong-kong, ont dès lors été happées par la tourmente. Pour la même raison, le won coréen a, lui aussi, été attaqué. La République de Corée n'avait certes pas connu une "bulle" spéculative de l'immobilier, mais un certain nombre de grandes entreprises avaient fait faillite, non sans que l'on soupçonne que les banques coréennes aient pu en souffrir. Là encore, une grande partie des réserves en devises était engagée en couverture à terme. L'annonce par les autorités de la Province chinoise de Taïwan qu'elles n'interviendraient pas pour soutenir leur monnaie n'a pas arrangé les choses. A mesure que les pressions sur les taux de change s'étendaient au reste de l'Asie, les opérateurs se sont assez vite rendu compte que dans presque tous les pays les structures financières étaient vulnérables et le niveau des réserves insuffisant. Avec la dépréciation des monnaies, l'Asie du Nord-Est a connu le même sort que l'Asie du Sud-Est : les débiteurs nationaux ont cherché à couvrir ou à réduire leurs engagements extérieurs, créant ainsi un effet d'entraînement à la baisse de la valeur des monnaies. Le postulat implicite de la stabilité des taux de change, qui avait imprégné les comportements jusque-là, a été remplacé par l'anticipation d'une chute libre des monnaies, d'où le souci de se couvrir non seulement contre les baisses en cours, mais aussi contre les futures baisses escomptées, ce qui a accentué la spirale à la baisse.

Les incidences de la crise sur les taux de change et les prix des actifs n'ont pas été limitées à l'Asie. Les taux de change ont été soumis à des pressions partout où il y avait eu d'importants flux d'emprunts étrangers, les prêteurs tentant de rapatrier leurs fonds. Les premiers attaqués ont été les taux en Afrique du Sud, en Amérique latine et en Europe orientale. L'Afrique du Sud, le Brésil et la Fédération de Russie ont tous subi des sorties massives de capitaux. Bien que la République tchèque ait été contrainte d'abandonner sa marge de fluctuation avant même que la Thaïlande ne connaisse des difficultés, sa monnaie a été soumise à un regain de pression.

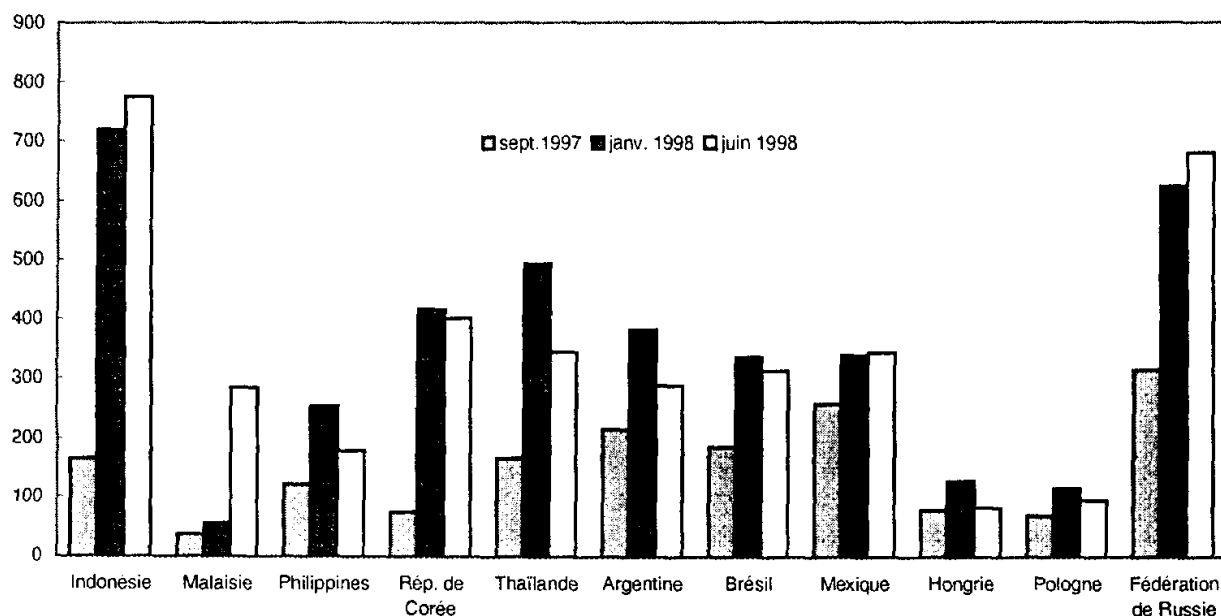
Les investisseurs institutionnels considérant souvent les marchés émergents comme une catégorie d'actifs, des anticipations de pertes sur un marché émergent tendent à gagner rapidement d'autres marchés émergents, quels que soient leurs fondamentaux économiques. Ce phénomène a joué un rôle certain dans la propagation de la crise en Europe orientale et en Amérique latine. Cependant, la mondialisation croissante des relations financières a également joué un rôle. Par exemple, des banques de la République de Corée et de Hong-kong (Chine) avaient réalisé des investissements par effet de levier dans un certain nombre de pays en développement ou en transition, dont l'Indonésie, la Fédération de Russie et le Brésil. Etant financées par des fonds empruntés,



leurs positions se sont rapidement transformées en pertes lorsque les taux d'emprunt ont augmenté et la valeur des actifs a chuté en réaction aux turbulences sur le marché des changes, obligeant les banques à arrêter tout mouvement de capitaux vers ces pays afin de dénouer leurs positions et de limiter leurs pertes. D'où la vente d'obligations Brady latino-américaines et de bons du Trésor russes, qui a été un facteur de propagation de la crise vers d'autres marchés émergents. Le degré d'interdépendance de ces marchés est illustré par l'augmentation très rapide et similaire de l'écart de rendement d'obligations asiatiques et latino-américaines négociées sur les marchés secondaires par rapport à des titres publics de référence émis par les Etats-Unis d'Amérique (voir le graphique 2).

Graphique 2

OBLIGATIONS DE CERTAINS MARCHES EMERGENTS : ECART DE RENDEMENT MOYEN  
PAR RAPPORT AUX BONS DU TRESOR AMERICAIN  
(Points de base)



Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après des données provenant de Datastream.

La situation du Brésil présentant un grand nombre de similitudes avec celle des pays d'Asie de l'Est - régime de taux de change indexé sur le dollar, tendance à une appréciation en valeur réelle de la monnaie, déficit croissant des paiements courants et du budget - les investisseurs ont réévalué leur position dans ce pays. Après les attaques lancées sur le dollar de Hong-kong, ils ont testé la solidité du régime de conseil monétaire en Argentine. Le Brésil et l'Argentine ont tous deux connu des sorties massives de capitaux et des ventes importantes de leur monnaie lors de la vague spéculative qui a frappé les marchés mondiaux en octobre 1997. Le Brésil a réagi en portant ses taux d'intérêt à plus de 40 % et en prenant des mesures d'austérité budgétaire. Après une hémorragie de réserves d'un total de 10 milliards de dollars entre octobre

et décembre, la confiance a été rétablie et, au mois de mars, les réserves dépassaient leur niveau d'avant la crise. L'Argentine, quant à elle, s'est engagée à mettre en oeuvre un programme du FMI, tout en n'ayant ni l'intention ni besoin de tirer des fonds.

La crise a eu des incidences brutales sur les flux de capitaux vers les marchés émergents d'Asie, qui ont enregistré 97,1 milliards de dollars d'entrées de capitaux en 1996, mais près de 12 milliards de sorties en 1997. Il n'est pas prévu d'apports nets en 1998. Selon les projections de différentes institutions financières, aucune baisse sensible n'est à prévoir concernant les flux de capitaux vers l'Amérique latine et l'Europe orientale. Une évaluation indique que les flux privés nets diminueront légèrement, passant de 96,4 milliards de dollars en 1997 à 94,8 milliards de dollars en 1998 dans le cas des marchés émergents d'Amérique latine, et de 60,9 milliards de dollars à 58,8 milliards de dollars en Europe orientale 8/. On peut cependant remarquer que les écarts de rendement des obligations émises sur les marchés émergents, qui avaient connu une très forte hausse à l'automne de 1997, n'ont pas réellement baissé, ce qui montre que l'on continue de juger les risques importants sur ces marchés (graphique 2). Cette tendance, conjuguée à l'aggravation des déficits courants dans la plupart des pays d'Amérique latine et d'Europe orientale, peut faire redouter de graves risques de dégradation de la conjoncture.

#### D. Les mesures adoptées

Dans une large mesure comme dans le cas de la crise de la dette en Amérique latine en 1982, l'interprétation de la nature et de l'ampleur de la crise asiatique s'est radicalement modifiée au fil des mois. De même que la crise de 1982 avait initialement été considérée comme un problème de liquidité à court terme, la crise asiatique a été identifiée, dans un premier temps, à un problème d'ajustement des taux de change et des paiements. C'est pourquoi on lui a appliqué le traitement réservé à une crise "classique" des paiements, aggravée par les faiblesses structurelles du système bancaire. En effet, l'auteur d'un document de travail du FMI faisait valoir qu'une crise financière exigeait du Fonds l'adoption de mesures analogues à celles qui sont appliquées dans le cas de n'importe quel autre problème de balance des paiements, à ceci près que les mesures nécessaires doivent être prises plus rapidement et aller peut-être plus loin que dans un cas de figure plus classique 9/. C'est ainsi que les instruments traditionnels du resserrement des politiques monétaire et budgétaire et du relèvement des taux d'intérêt ont été utilisés comme remède, alors que les déséquilibres de la balance des paiements n'étaient dus ni à un déficit budgétaire ni à une perte de compétitivité imputable à une augmentation inflationniste des prix intérieurs.

Les mesures classiques adoptées face à la crise semblaient motivées par deux principaux objectifs. En premier lieu, elles devaient contribuer à rétablir la confiance du marché, à enrayer la baisse des taux de change et à faire revenir les capitaux. En second lieu, elles étaient jugées indispensables à la correction des données fondamentales sous-jacentes, essentiellement en vue de réduire les déséquilibres de paiements. Les restrictions budgétaires étaient également justifiées par la nécessité de financer les dépenses publiques de recapitalisation du système bancaire sans compromettre l'excédent budgétaire. Les mesures adoptées n'ont toutefois pas permis d'atteindre le premier objectif et ont été inutiles à la réalisation du second. Etant donné la vulnérabilité financière des entreprises endettées, elles n'ont fait qu'accroître la déflation de désendettement et aggraver la récession économique.

Dans une large mesure, le relèvement des taux d'intérêt n'a pas réussi à enrayer la spirale à la baisse des taux de change. Il n'a guère encouragé les entreprises et les banques à réduire leurs risques de change, tout en rendant plus coûteux le remplacement des capitaux étrangers par des sources de financement locales. Au lieu de réduire leurs ventes de monnaie nationale pour rembourser ou couvrir leur dette extérieure, les banques et les entreprises ont tout simplement liquidé des actifs et diminué leur activité. En Indonésie, par exemple, les taux d'intérêt ont atteint 100 %, sans effet sensible sur la fuite devant la monnaie, même si les cambistes déclaraient qu'il n'y avait pas de raison valable à l'effondrement de celle-ci compte tenu des bons fondamentaux économiques du pays. Bien que l'Indonésie et la Thaïlande aient maintenu leurs taux d'intérêt à des niveaux plus élevés que la Malaisie, leurs marchés des changes et leurs bourses se sont trouvés en plus grande difficulté. Dans le même ordre d'idée, la stricte application du programme d'orthodoxie financière adopté n'a pas protégé les Philippines de l'effet de contagion.

A cet égard, des enseignements précieux auraient pu être tirés des crises précédentes. Par exemple, lors de la crise du SME de 1992, qui a de nombreux points communs avec les turbulences monétaires qui ont secoué l'Asie, une politique de taux d'intérêt élevés n'avait pas réussi à apaiser les marchés et avait rapidement été abandonnée. Une fois la crise passée, la politique d'ajustement appliquée avec succès dans les pays les plus touchés s'était notamment caractérisée par des taux d'intérêt bas et des mesures d'expansion budgétaire.

Certes, le déficit de la balance des paiements thaïlandaise devait être réduit, ce qui passait par une dépréciation de la monnaie et un certain ralentissement de la croissance, mais tel n'était pas le cas de la République de Corée et de l'Indonésie, dont les déficits courants étaient raisonnables. Aucun argument solide ne justifiait une diminution sensible des dépenses intérieures dans ces trois pays; la correction du taux de change aurait pu suffire à réaliser une bonne partie de l'ajustement nécessaire, non seulement en rétablissant la compétitivité, mais aussi en agissant sur les banques et les entreprises endettées. Mais surtout, l'accent mis sur l'ajustement de la balance des paiements a aggravé l'instabilité financière, puisque la crise ne résultait pas d'un déficit du commerce extérieur.

Le déséquilibre concernait moins les flux que l'encours et aurait pu être corrigé par une réduction des dépenses. La majorité des emprunts extérieurs ayant été contractés en devises sans couverture suffisante, la chute de la monnaie a déséquilibré les bilans des banques, des sociétés immobilières et des entreprises endettées; autrement dit, aux nouveaux taux de change, l'encours de la dette extérieure est devenu trop lourd pour être financé par les recettes à venir. La valeur des entreprises et, de manière plus générale, les prix des actifs, ont ainsi baissé. Ces derniers ayant servi de garantie à la plupart des nouveaux emprunts contractés, la qualité des prêts bancaires s'est automatiquement dégradée. Au lieu d'alléger le coût de refinancement des entreprises locales en accordant des crédits supplémentaires, il a été préconisé de relever les taux d'intérêt. Cette mesure a alimenté la chute du prix des actifs et a accru les pertes inscrites aux bilans des entreprises, ce qui les a obligées plus encore à rembourser ou à couvrir rapidement leurs dettes extérieures en liquidant des actifs et en vendant de la monnaie nationale.

Bien que des mesures classiques aient été prises face à la crise, l'objectif des prêts du FMI n'a pas été le même que dans les programmes

d'ajustement classiques, où il vise en général à soutenir le nouveau taux de change découlant de l'ajustement. En Asie de l'Est, on a laissé flotter les monnaies dans l'espoir que le marché produirait de nouveaux taux stables, et les prêts devaient servir à rassurer les marchés et à rétablir les flux de capitaux. Au lieu de garantir le nouveau taux de change, les fonds du FMI ont donc servi à maintenir la convertibilité de la monnaie nationale et la liberté de mouvement des capitaux et à garantir le remboursement des prêteurs étrangers. Ceux-ci, contrairement aux prêteurs nationaux, sortent de la crise sans avoir subi de grosses pertes, même s'ils avaient, comme les autres, accepté un risque.

Les turbulences monétaires étant alimentées par la tentative des débiteurs de réduire l'encours de leur dette dans leur bilan, le seul moyen efficace de résoudre la crise aurait été de bloquer cet ajustement ou de le freiner. Il s'agit en fait d'un problème d'allocation sur longue période. Une banque confrontée à des retraits massifs de fonds n'a pas suffisamment de liquidités pour rembourser chaque déposant, mais si on lui permet d'attendre jusqu'à l'échéance de ses placements, elle peut, le moment venu, rembourser. Elle n'est en difficulté que si la valeur finale de récupération de son portefeuille est inférieure à ses engagements, auquel cas elle devient insolvable. Certains débiteurs est-asiatiques, qui avaient réalisé des activités spéculatives, se seraient sans doute trouvés dans une telle situation même si les taux de change ne s'étaient pas effondrés. Toutefois, pour la plupart d'entre eux, la crise provenait initialement d'un problème de liquidité et non de solvabilité. Rien ne permet de croire que les pays d'Asie de l'Est n'auraient pas été en mesure d'obtenir les devises nécessaires au remboursement de leur dette extérieure après avoir procédé à un ajustement de taux de change susceptible de rétablir leur compétitivité (soit 10 à 15 %), si on leur avait laissé le temps de réaliser des investissements. Des pays ayant un taux d'épargne de 40 % environ et de fortes capacités d'exportation n'auraient probablement pas éprouvé de difficultés à rembourser leur dette sur une période de temps raisonnable.

Le relèvement des taux d'intérêt, l'ampleur des dévaluations monétaires et le ralentissement de la croissance, qui ont créé les conditions d'une déflation de désendettement, se sont rapidement répercutés sur les bilans des institutions financières et des entreprises, déclenchant une crise de solvabilité. Comme on le verra dans le prochain chapitre, en cas d'attaques persistantes contre la monnaie, il faut agir rapidement pour donner le temps au pays concerné de rembourser, en marquant une pause permettant aux emprunteurs et aux prêteurs de négocier un rééchelonnement, avant même l'intervention du FMI. C'est ce qu'il fallait faire en République de Corée et c'est ce qui a finalement été fait, les créanciers acceptant de reconduire un montant suffisant de prêts à court terme pour que le pays puisse rembourser. Il aurait toutefois été préférable de commencer par tenir des négociations de ce type, plutôt que de consentir des crédits destinés à rembourser les créanciers et de les assortir de conditions propres à accroître les défaillances, les pertes de revenu et la déflation de désendettement, détruisant ainsi la capacité de remboursement. Si la restructuration rapide de la dette s'était accompagnée d'une injection de liquidités destinées à soutenir la monnaie et à financer les besoins de trésorerie de l'économie, il aurait été possible d'appliquer le type de politique qui a permis aux Etats-Unis de sortir rapidement de la déflation de désendettement et de la récession du début des années 90 (voir l'annexe).

Le problème fondamental des économies asiatiques demeure le rééchelonnement de la dette accumulée. On peut juger de la gravité de la crise actuelle en comparant cet endettement aux dettes bancaires accumulées en

Amérique latine en 1982 (voir le tableau 31). La dette extérieure des pays d'Asie de l'Est, à l'exception de la République de Corée, est largement supérieure à celle des pays d'Amérique latine en 1982. Une autre caractéristique de la crise actuelle est que la dette extérieure a servi à accroître les prêts internes. Une comparaison de l'endettement intérieur montre que les emprunts extérieurs ont entraîné une augmentation excessive des prêts intérieurs dans les pays asiatiques touchés par la crise (voir le tableau 31). L'Argentine, le Brésil, le Mexique et d'autres débiteurs d'Amérique latine ayant eu besoin d'une aide spéciale pour résoudre leur problème d'endettement et rééchelonner le service de leur dette, les chiffres laissent supposer qu'une aide du même type sera nécessaire en Asie.

Tableau 31

DETTES EXTERIEURE ET INTERIEURE EN POURCENTAGE DU PIB DANS CERTAINS PAYS  
EN DEVELOPPEMENT, 1982 ET 1997

	<i>Dettes extérieures</i>	<i>Dettes intérieures</i>
<b>Asie de l'Est (1997)</b>		
Indonésie	217,9	65,5
Malaisie	62,4	213,5
Philippines	74,4	105,7
République de Corée	50,9	181,0
Thaïlande	74,1	137,9
<b>Amérique latine (1982)</b>		
Argentine	51,7	154,1
Brésil	30,4	28,9
Mexique	47,6	38,3
Venezuela	53,7	32,6

Source : Deutsche Bank Research, "Is Asia's debt sustainable?", *Market Issues*, 25 mai 1998.

On peut également se reporter aux estimations du service global de la dette que les pays asiatiques devront assurer. Les paiements au titre des intérêts pour 1998 figurant dans le tableau 32 ont été calculés sur la base des taux interbancaires à trois mois en vigueur. Il convient de noter que les emprunts contractés aux conditions du marché seront assortis de taux d'intérêt relativement plus élevés en raison de la marge. Il est clair que le principal problème des pays asiatiques est non pas le service de la dette extérieure, mais le poids de la dette intérieure. Du fait du relèvement des taux d'intérêt imposé après le déclenchement de la crise, les versements ont considérablement augmenté en pourcentage du PIB. Comme il est fort probable que la valeur actuelle nette des recettes à venir calculée sur la base de taux réalistes d'accroissement des revenus soit inférieure à la valeur actuelle nette des futurs remboursements d'intérêts, les faillites continueront de se multiplier si une partie de la dette intérieure n'est pas annulée.

Tableau 32

PAIEMENTS D'INTERÊTS EN POURCENTAGE DU PIB  
DE CERTAINS PAYS ASIATIQUES (1995-1998)

	1995	1996	1997	1998 <u>a/</u>
<b>Intérêts au titre de la dette extérieure</b>				
Indonésie	3,4	3,2	4,0	9,5
Malaisie	2,4	2,3	2,7	3,9
Philippines	3,2	2,9	4,3	4,6
République de Corée	1,2	1,2	1,5	3,1
Thaïlande	2,6	2,9	3,6	4,9
<b>Intérêts au titre de la dette intérieure</b>				
Indonésie	7,9	7,5	16,5	31,7
Malaisie	8,9	11,5	13,7	17,9
Philippines	9,7	11,6	15,8	13,0
République de Corée	19,0	19,5	30,1	42,8
Thaïlande	12,6	11,4	21,0	26,7

Source : Voir le tableau 31.

a/ Estimations.

**E. Les conséquences sociales de la crise**

Les incidences de la crise financière en Asie de l'Est et des mesures correctives prises sur la croissance économique et le développement se révèlent beaucoup plus néfastes qu'initialement prévu. Au cours des assemblées annuelles du Fonds monétaire international et de la Banque mondiale tenues à Hong-kong (Chine) en septembre 1997, l'avis général était que les turbulences sur les marchés financiers asiatiques n'étaient qu'un accident de parcours, qui n'entraînerait qu'un recul temporaire. En octobre 1997, par exemple, deux mois après l'effondrement de la monnaie thaïlandaise, le FMI prévoyait dans ses Perspectives de l'économie mondiale que ces turbulences n'entraîneraient qu'un léger ralentissement de la croissance dans la région (voir le tableau 33). Il a néanmoins revu son estimation à la baisse une première fois, moins de trois mois après cette date, puis une deuxième fois en mai 1998. Les projections actuelles (juin 1998) réalisées par plusieurs institutions sont encore plus sombres. Les estimations initiales quant à la durée probable de la crise se sont également révélées trop optimistes. Le FMI prévoyait, dans un premier temps, que les pays touchés se redresseraient en 1998; actuellement, il considère que la reprise n'interviendrait qu'en 2002 au mieux.

Tableau 33

PREVISIONS DE CROISSANCE DU PIB EN 1998 DANS CERTAINS PAYS

**D'ASIE DE L'EST**

	FMI, Perspectives de l'économie mondiale				SSB a/	CNUCED
	Mai 1997	Octobre 1997	Décembre 1997	Mai 1998	Juin 1998	
	Chine	8,8	9,0	7,5	7,0	
Hong-kong (Chine)	5,0	5,0	4,1	3,0	2,0	2,0
Indonésie	7,5	6,2	2,0	5,0	14,0	12,0
Malaisie	7,9	6,5	2,5	2,5	3,0	2,5
Philippines	6,4	5,0	3,8	2,5	0,8	1,0
République de Corée	6,3	6,0	2,5	0,8	6,5	6,0
Singapour	6,6	6,0	6,2	3,5	0,9	1,0
Province chinoise de Taïwan	..	3,0	..	5,0	4,8	5,0
Thaïlande	7,0	3,5	0,0	3,1	8,7	8,0

Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale, Evaluation provisoire, diverses livraisons.

a/ Prévisions de la banque d'affaires Salomon Smith Barney, Hong-kong (Chine), publiées par l'Agence France Presse, 12 juin 1998.

Après des décennies de hausse du revenu et du niveau de vie, les revenus des ménages ont chuté et le chômage a fortement augmenté dans les pays asiatiques le plus touchés par la crise financière. Aucune catégorie sociale n'a été épargnée, y compris les nantis, dont la patrimoine net a diminué en raison de l'effondrement des cours de la bourse et des prix de l'immobilier. Sur le plan social, les pertes d'emploi de travailleurs urbains à faible revenu et les effets indirects sur les pauvres des zones urbaines et rurales sont particulièrement inquiétants.

Les nouveaux pauvres risquent d'autant moins de sortir de leur misère et de retrouver leur emploi et leur niveau de vie antérieur que la contraction économique sera forte et que la reprise se fera attendre. Les incidences de la crise sur les ressources humaines pourraient même s'étendre à la prochaine génération d'adultes si les taux de scolarisation dans l'enseignement primaire diminuent et la malnutrition infantile augmente.

Les entreprises endettées exportant des articles manufacturés et celles du secteur de la construction n'ont pas été les seules à licencier; les entreprises desservant le marché intérieur, pénalisées par un fort endettement intérieur et par les conséquences de l'effondrement des mécanismes financiers nationaux, ont également dû supprimer un grand nombre d'emplois. Il s'agit en général d'entreprises manufacturières ou d'entreprises de services à forte intensité de main-d'oeuvre, qui avaient contribué à réduire la pauvreté en employant de nombreux travailleurs peu qualifiés, dont beaucoup venaient des campagnes. Le renchérissement des denrées alimentaires et la réduction des dépenses sociales ont aggravé la situation sociale et favorisé l'augmentation de la pauvreté dans certains pays.

Comme l'illustre le tableau 33, les pays le plus touchés à ce jour ont été l'Indonésie, la Thaïlande et la République de Corée; la dégradation de l'emploi

et de la situation sociale y a provoqué des troubles allant de manifestations de travailleurs en République de Corée à des émeutes en Indonésie, qui ont fait plus de 1 000 morts.

Parce qu'elle traverse une forte récession, que sa population est importante et que son revenu par habitant est faible, l'Indonésie est le pays où la crise devrait entraîner la plus forte augmentation du sous-emploi et de la pauvreté. L'effondrement de la monnaie (rupiah) et l'accélération de l'inflation, qui pourrait atteindre plus de 80 % en 1998, ont aggravé la situation sociale en minant le pouvoir d'achat et en rognant la valeur réelle de l'épargne. Des tensions supplémentaires pourraient s'exercer sur les moyens de subsistance et le tissu social si des centaines de milliers de travailleurs indonésiens employés en Malaisie et à Singapour devaient être renvoyés dans leur pays. Par ailleurs, la résurgence éventuelle de comportements d'hostilité à l'égard des Indonésiens d'origine chinoise pourrait aggraver la crise et décourager les futurs investissements privés intérieurs indispensables à la reprise économique.

Dans ces conditions, le Bureau central de statistique indonésien prévoit que le chômage pourrait toucher 15 millions de personnes en 1998, soit 17 % de la population active. En raison de l'absence d'allocations de chômage, la plupart des travailleurs licenciés s'efforceront de gagner leur vie dans le secteur non structuré au lieu de rester indéfiniment sans emploi. Au vu de la sévère contraction de l'économie, le secrétariat de la CNUCED estime que la population indonésienne vivant dans la pauvreté augmentera de 50 % d'ici à la fin de 1998 par rapport à 1996.

Bien qu'ils ne soient pas aussi gravement touchés, d'autres pays asiatiques ont également vu leur taux de chômage atteindre des niveaux records. Celui de la Thaïlande, notamment, est passé de 5,4 % en 1997 à 8,8 % en février 1998; le secteur le plus touché à ce jour est celui du bâtiment et des travaux publics, où 1,1 million de travailleurs ont été licenciés. La moitié environ, ressortissants du Myanmar, ont été expulsés du pays tandis que les autres, en majorité des Thaïlandais, sont en général retournés dans leur campagne d'origine pour chercher de quoi vivre. Le secrétariat de la CNUCED estime que le nombre de pauvres augmentera d'un tiers environ d'ici fin 1998, les suppressions d'emplois entraînant une montée du sous-emploi rural et urbain et une réduction des transferts de fonds des villes vers les campagnes. Du fait de la diminution de leurs revenus, les ménages peuvent moins se permettre d'envoyer leurs enfants à l'école; en conséquence, le nombre d'élèves ayant abandonné leurs études au niveau de l'enseignement primaire a presque triplé par rapport à l'année dernière.

En République de Corée aussi, la situation de l'emploi s'est sérieusement dégradée. En juin 1998, le chômage s'élevait à 7 %, contre 4,4 % en octobre 1997. Trois catégories de travailleurs ont particulièrement souffert de la crise. La première est composée des ouvriers du secteur de la construction, où l'emploi a chuté pendant la même période de 22 %, contre 14 % dans l'industrie manufacturière. La deuxième est celle des employés non syndiqués de petites et moyennes entreprises qui, contrairement à la plupart des *chaebols*, ont un accès limité au crédit et se retrouvent rapidement en situation de faillite. La troisième comprend les femmes, qui étaient surreprésentées dans les premières vagues de licenciements. Parallèlement à la montée du chômage, les revenus réels ont diminué de 2,3 % en raison de la réduction de la rémunération des heures supplémentaires et des primes annuelles. La situation devrait s'aggraver sensiblement dans les mois à venir - le chômage atteignant



probablement 10 % d'ici fin 1998 – puisque 12 des 30 plus importants *chaebols* prévoient de réduire leurs effectifs de 20 à 50 % et que le gouvernement envisage de diminuer de 10 % le nombre de fonctionnaires dans les prochains mois. Il est également probable que la baisse des revenus réels se poursuivra, car un nombre croissant de travailleurs devront accepter des réductions de salaire en échange de la sécurité de l'emploi.

Si, en République de Corée, les conséquences sociales de la crise ont été atténuées par l'existence et le développement de mécanismes d'indemnisation du chômage, cela a été beaucoup moins vrai en Indonésie, pays plus pauvre qui ne possède qu'un système minimal de protection sociale, et en Thaïlande, où il n'existe quasiment pas de mécanismes de protection contre le chômage et le sous-emploi. Cette situation en matière de protection sociale s'explique par le fait que les gouvernements concernés ont longtemps considéré, non sans raison, qu'une croissance économique rapide et soutenue aurait en elle-même pour effet d'augmenter les revenus, de réduire le sous-emploi et d'atténuer la pauvreté.

Jusqu'à ce que la production se redresse, il est indispensable de prendre des mesures de protection sociale pour amortir l'impact de la crise sur la population vulnérable et pauvre. Dans le cas de l'Indonésie, la communauté internationale organise à cette fin un programme d'assistance humanitaire à court terme d'un montant supérieur à un milliard de dollars. Les mesures d'assistance prévoient le lancement d'un programme de travaux publics pour l'emploi des travailleurs urbains licenciés, l'importation de riz et de médicaments en vue de stabiliser les prix des biens de consommation courante et de satisfaire les besoins alimentaires, et une assistance technique pour la promotion du développement rural. Ces éléments devraient contribuer à atténuer les effets de la crise sur les pauvres. Une autre mesure qui pourrait être bénéfique consisterait à développer les mécanismes de microcrédit destinés aux petites entreprises, notamment parce que ce type d'initiative, contrairement aux projets de travaux publics, vise tout autant les femmes que les hommes.

Il reste que de telles mesures de protection sociale ne peuvent avoir qu'un effet marginal et temporaire; elles ne peuvent en aucune manière résoudre durablement la crise sociale. Il est indispensable de rétablir une croissance élevée et soutenue pour annuler les effets de la contraction économique et ramener le chômage et la pauvreté à leurs niveaux d'avant la crise. A cet égard, la politique de taux d'intérêt élevés et d'équilibre budgétaire est allée à l'encontre du but recherché. Il faudra augmenter les dépenses intérieures et abaisser les taux d'intérêt pour éliminer les difficultés financières et relancer la demande intérieure. Sinon, la récession économique se poursuivra, au détriment de la stabilité sociale et politique de la région.

#### **F. Conclusions: La crise et le "modèle" asiatique de développement**

Comme il a été dit, certains observateurs occidentaux estiment que la crise en Asie de l'Est a été provoquée par des carences structurelles et institutionnelles dans les pays concernés, découlant des conditions dans lesquelles s'exerce l'activité économique. En gros, ils distinguent deux causes aux difficultés financières de la région : l'étroitesse des liens entre pouvoirs publics et milieux économiques, et les distorsions du marché qui ont soustrait les entreprises à la concurrence et à la discipline de marché. Certains observateurs vont plus loin encore en considérant que cette crise marque la fin du "modèle asiatique de développement". S'ils admettent que ce "modèle" a rendu possible une industrialisation et une croissance sans précédent ainsi qu'une

réduction de la pauvreté, ils le jugent néanmoins dépassé, rendu caduc par les forces du marché mondial, de la même manière que le capitalisme de marché à l'occidentale a triomphé de la planification centrale.

Il ne fait aucun doute que le mode de gestion de l'économie et des entreprises en Asie de l'Est est très différent du "modèle occidental". Toutefois, comme il ressort de l'analyse exposée dans le présent chapitre, la crise est-asiatique n'est pas fondamentalement différente de celles qu'ont connues des pays développés et des pays en développement aux modes d'organisation institutionnelle et socio-économique variés, y compris des pays appliquant le modèle occidental ou anglo-américain. Elle ne fait que s'ajouter aux crises qui se produisent de plus en plus fréquemment depuis la remise en cause des accords de Bretton Woods, l'adoption des taux de change flottants et la libéralisation des mouvements de capitaux.

En outre, en Asie de l'Est, les institutions et les structures économiques sont très différentes selon les pays 10/. Avant la crise financière, on avait ainsi tendance à établir une distinction entre le modèle de développement de l'Asie du Sud-Est et celui de l'Asie du Nord-Est (Japon et NPI du premier rang, excepté Hong-kong (Chine)) et à recommander aux autres pays en développement de suivre le premier parce qu'il s'appuyait moins sur des politiques interventionnistes que sur une gestion macro-économique prudente, un régime commercial libéral et l'investissement étranger direct 11/. Il est à noter que deux économies "interventionnistes" – Singapour et la Province chinoise de Taiwan – n'ont pas connu de turbulences monétaires ou de problèmes financiers graves même si elles ont souffert des retombées de la crise, tout comme de nombreux autres pays entretenant des liens commerciaux et financiers étroits avec la région. En Asie du Sud-Est également, les problèmes de l'Indonésie et de la Thaïlande sont assez différents de ceux de la Malaisie, qui a poursuivi une politique plus volontariste que les deux autres.

Comme lors des précédentes crises financières et tourmentes monétaires qui ont secoué des pays en développement, la crise en Asie de l'Est a été précédée par une libéralisation et une déréglementation financières qui, dans certains cas, constituait une rupture par rapport aux pratiques antérieures. À ce titre, le problème fondamental venait de ce que, loin d'être excessifs, les interventions et les contrôles des pouvoirs publics étaient insuffisants. Un argument analogue a été développé par Joseph Stiglitz, économiste en chef de la Banque mondiale:

Certains idéologues ont pris argument des problèmes qui secouent actuellement l'Asie de l'Est pour avancer que l'interventionnisme de l'Etat était la cause du problème ... Je soutiens, moi, que le coeur du problème est que, dans la plupart des cas, les pouvoirs publics, loin d'en faire trop, ont été trop timorés ... Le problème vient non pas d'une mauvaise répartition du crédit ... mais de l'inaction du Gouvernement, qui a sous-estimé l'importance de la réglementation financière et du "gouvernement d'entreprise".

La crise en Asie de l'Est ne remet pas en cause le miracle économique de la région. La version plus dogmatique du consensus de Washington ne permet d'expliquer de manière satisfaisante ni le succès des économies est-asiatiques ni leurs difficultés actuelles. Les mesures correctives qui s'en inspirent risquent au mieux d'être erronées, au pire d'être nuisibles 12/.

La rupture avec les pratiques antérieures a été particulièrement forte en République de Corée, qui – avec le Japon et la Province chinoise de Taïwan – était en général considéré comme le meilleur "modèle" d'une industrialisation moderne, notamment fondée sur les facteurs qui sont actuellement jugés être à l'origine de la crise. Mais si la République de Corée a été touchée, c'est bien plutôt parce qu'elle s'est écartée de ce "modèle" que parce qu'elle aurait continué de l'appliquer. Cela a été le cas dans deux domaines cruciaux : le contrôle des emprunts extérieurs et l'orientation par l'Etat de l'investissement privé. Après la guerre, le pays a financé son industrialisation principalement en contractant des emprunts auprès de banques internationales, mais presque toujours avec l'approbation et la garantie des pouvoirs publics. En outre, bien que l'investissement privé ait été le moteur de l'industrialisation, les pouvoirs publics ont toujours joué un rôle important dans la coordination des décisions d'investissement, afin d'éviter l'établissement d'une concurrence excessive et de capacités excédentaires. L'abandon de cette politique de coordination semble être une des principales raisons de la mauvaise allocation des ressources et du surinvestissement et le fait que le gouvernement ait renoncé à contrôler le secteur financier explique que le pays soit devenu vulnérable à une crise de la dette extérieure et à des attaques contre sa monnaie.

La levée des contrôles dans ces domaines a profondément déstabilisé et désorganisé les mécanismes institutionnels de l'investissement des entreprises et de leur financement. Le fort potentiel d'emprunt des entreprises, qui avait été l'un des facteurs clefs d'une croissance et d'une accumulation rapides dans la période d'après-guerre 13/, s'est avéré dangereux lorsque les sociétés ont été autorisées à lever des fonds à l'étranger sans supervision ni contrôle; la dette extérieure et la dette intérieure ont été considérées comme interchangeable, alors même qu'il n'y avait pas de contrepartie internationale au prêteur national en dernier ressort pour pallier un manque de liquidités. Le problème tient donc moins à l'endettement qu'à la libéralisation, comme le montre bien l'exemple de l'Inde : dans ce pays, les plus grandes sociétés sont fortement endettées selon les normes internationales, mais l'économie a été épargnée par les turbulences des marchés financiers est-asiatiques en raison d'une politique prudente de libéralisation progressive du compte des mouvements de capitaux 14/.

En ce qui concerne les NPI du deuxième rang, des doutes existaient avant même l'apparition des premiers signes de crise. Selon l'analyse détaillée réalisée par le secrétariat de la CNUCED dans le Rapport sur le commerce et le développement, 1996 et ailleurs 15/, ces pays, tout en menant des politiques plus libérales, avaient extrêmement bien réussi à mobiliser l'épargne intérieure et à mettre en place des industries compétitives à forte intensité de ressources et de main-d'oeuvre. On estimait qu'une telle politique était valable dans les premières étapes de la promotion des exportations qui ne posait guère de difficultés, mais qu'elle avait atteint ses limites et qu'il était nécessaire d'adopter la stratégie suivie par les pays d'Asie du Nord pour poursuivre l'industrialisation et le développement. Venant s'ajouter aux difficultés structurelles, la libéralisation financière a accru la dépendance de ces pays à l'égard des capitaux étrangers et, partant, leur vulnérabilité à l'inconstance des marchés financiers internationaux. L'exemple le plus manifeste est peut-être celui de la Thaïlande, où la mise en place d'une facilité bancaire internationale (voir la section C plus haut), la libéralisation du secteur bancaire et la levée des contrôles sur l'investissement immobilier ont joué un rôle crucial dans la crise.

Dans le Rapport sur le commerce et le développement, 1997, l'idée était avancée que les pays ayant réussi leur industrialisation se distinguent par la manière dont ils géraient leurs bénéfices et leur intégration dans l'économie mondiale. C'était l'un des principaux enseignements fournis par l'histoire du Japon et des NPI du premier rang depuis la guerre. La crise asiatique ne fait que confirmer que, lorsque les politiques suivies conduisent à une mauvaise gestion du capital et de l'intégration, il n'y a pas de limite aux dégâts que la finance internationale peut infliger à une économie. Il est clair que les politiques nationales peuvent beaucoup aider à prévenir et à mieux gérer les crises de ce type. Il reste que celles-ci revêtent un caractère systémique et que des mesures doivent donc aussi être prises au niveau mondial. Le chapitre suivant est consacré à ces questions plus fondamentales et systémiques.

Notes

1/ Cependant, à mesure que les capitaux étrangers commençaient à quitter le pays, les cêtes libellés en pesos étaient convertis en tesobonos indexés sur le dollar.

2/ Les prêts provenaient presque entièrement de consortiums de prêt, dont 53 % constitués par des banques commerciales des Etats-Unis d'Amérique pour la période 1974-1977, contre 39 % pour la période 1978-1982. En 1981, plus de 50 % des prêts ont été souscrits par des emprunteurs du secteur privé, contre 45 % en 1979. Environ les deux tiers des prêts des banques des Etats-Unis sont allés à des emprunteurs du secteur privé. En 1983, première année de restructuration de la dette, la part des prêts garantis par l'Etat représentait les deux tiers, pour atteindre 85 % en 1985. En Argentine, par exemple, la part des crédits accordés par des banques étrangères à des emprunteurs privés est passée des deux tiers en 1979 à 75 % en 1982, puis est retombée à moins de 25 % en 1986. L'évolution de la mesure statistique des prêts publics s'explique en partie par la nationalisation de banques privées; voir *Centre des Nations Unies sur les sociétés transnationales, Transnational Banks and the International Debt Crisis* (publication des Nations Unies, numéro de vente : E.91.II.A.19), New York, 1991.

3/ M. Ahmed et L. Summers, "A tenth anniversary report on the debt crisis", *Finance and Development*, vol. 29, No 3, 3 septembre 1992.

4/ Selon la classification de la Banque mondiale, seule l'Indonésie était un pays "lourdement endetté", alors que la Malaisie, les Philippines et la Thaïlande étaient tous des pays "modérément endettés"; voir Banque mondiale, *Global Development Finance 1998* (Washington D.C., 1998), pp. 65 à 73.

5/ Voir *Rapport sur le commerce et le développement 1996*, tableau 11.

6/ Banque mondiale, *op. cit.*, p. 33.

7/ Dans certains cas, l'absence de règles claires concernant la consolidation des comptes des groupes industriels a joué un rôle particulièrement important.

8/ Institut de finance internationale, "Capital Flows to Emerging Market Economies", Washington D.C., 30 avril 1998, p. 5, tableau 4.

9/ J.M. Boughton, "From Suez to Tequila: The IMF as crisis manager", IMF Working Paper No 97/90 (Washington, D.C.: FMI, 1997).

10/ Les points communs et les différences des pays d'Asie de l'Est sont analysées dans plusieurs études réalisées dans le cadre des travaux de recherche de la CNUCED sur l'industrialisation de l'Asie de l'Est; voir *Journal of Development Studies - Special Issue on East Asian Development: New Perspectives*, vol. 34, No 6, août 1998.

11/ Banque mondiale, *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy* (Oxford: Oxford University Press, 1993). Pour une analyse de la question, voir Y. Akyüz et divers collaborateurs, "New perspectives on East Asian development", dans le document mentionné à la note précédente.

12/ J. Stiglitz, "More instruments and broader goals: Moving toward the Post-Washington Consensus", The 1998 WIDER Annual Lecture, Helsinki, janvier 1998, p. 3.

13/ Voir R. Wade et F. Veneroso, "The Asian financial crisis: The high-debt model and the unrecognized risk of the IMF strategy", Working Paper No 128 (New York: Russell Sage Foundation, 1998).

14/ Voir A. Singh, "Asian Capitalism and the financial crisis", analyse présentée à la conférence organisée sur le thème de l'instabilité et la gouvernance mondiales, Robinson College, Cambridge (Royaume-Uni), mai 1998; et J. Glen, A. Singh et R. Matthias, "How competitive are the emerging markets? An analysis of corporate rates of return from 9 emerging markets", étude présentée lors d'un séminaire du Département des études du FMI, Washington, D.C., juillet 1998.

15/ Voir le document mentionné à la note 10.

### TROIS CRISES FINANCIÈRES DE L'APRÈS-BRETTON WOODS

#### I. La crise dans les pays latino-américains du Cône austral

Il existe de nombreux points communs entre la crise que les pays latino-américains du Cône austral, notamment le Chili, ont traversée à la fin des années 70 et au début des années 80 et la crise financière qui a récemment secoué l'Asie de l'Est. En effet, dans les deux cas, des emprunts excessifs contractés en devises à l'étranger avec l'intermédiation de banques récemment déréglementées, sans supervision appropriée, dans un contexte de taux de change fixes et d'écart de taux d'intérêt importants, ont fini par déboucher sur de très nombreuses faillites et sur une crise bancaire et monétaire 1/.

Au Chili, la libéralisation a commencé en 1974 avec la privatisation, par vente aux enchères assortie de l'octroi de généreux crédits, des banques nationalisées à 100 %. En vue de mettre un terme à la répression financière, les taux d'intérêt ont été libérés, les réserves obligatoires réduites et les nouvelles sociétés financières (*financieras*) autorisées à exercer leur activité sans aucune restriction. Bien que les autorités aient prévenu que les dépôts n'étaient pas garantis et qu'elles ne procéderaient à aucun sauvetage financier, le Gouvernement est intervenu de manière spectaculaire en 1977 pour sauver une grande banque aux prises avec de sérieuses difficultés et ses déposants.

En 1979, le taux de change nominal du peso est devenu fixe par rapport au dollar et les restrictions concernant la convertibilité de la monnaie et les mouvements de capitaux, y compris les emprunts privés à l'étranger, ont été assouplies. Cette politique a été justifiée à l'époque par un haut fonctionnaire du FMI de la manière suivante :

    Pour le secteur privé, je dirai qu'il n'existe guère de différence – si tant est qu'il y en ait – entre la dette intérieure et la dette extérieure – à moins que le gouvernement n'intervienne dans le transfert des paiements de services ou n'applique d'autres politiques manifestement inappropriées. On peut supposer que les risques de change liés aux emprunts extérieurs sont pris en compte au même titre que les autres types de risque sur les sources, internes ou externes, de financement. Les entreprises privées se montrent en général prudentes lorsqu'elles évaluent les bénéfices et les coûts nets d'un emprunt, car leur survie en dépend 2/.

Les capitaux ont afflué en 1981 et le taux de change réel s'est rapidement apprécié. A l'époque, comme les taux d'intérêt en dollars augmentaient fortement, on aurait pu s'attendre à des sorties de capitaux, mais les taux d'intérêt réels chiliens étaient supérieurs à 30 %, car la politique monétaire demeurait restrictive du fait que le déficit courant se creusait rapidement en raison de l'appréciation de la monnaie, que la consommation s'envolait et qu'une bulle des prix des actifs financiers et réels s'était créée. Le déficit du commerce extérieur est passé de 350 millions de dollars environ en 1979 à 2 milliards 700 millions de dollars en 1981, sous l'effet de l'augmentation des importations de biens de consommation. Les emprunts locaux en pesos ont rapidement laissé la place à des emprunts en dollars afin de réduire les coûts de financement, dans l'espoir que les taux d'intérêt internationaux diminueraient plus rapidement que les taux nationaux. Les entrées de capitaux

étaient essentiellement constituées d'emprunts en dollars accordés par des banques internationales. Ces fonds étaient en majorité reprêtés par les nouvelles banques privatisées à des emprunteurs locaux en dollars : en 1981, les prêts bancaires locaux en dollars au secteur du bâtiment ont augmenté de 280 %, contre 13 % pour les prêts libellés en pesos. Une grande partie des nouveaux prêts a servi à financer l'achat d'actifs publics en cours de privatisation. Le ratio endettement bancaire/bénéfices des entreprises a fortement augmenté pour dépasser 50 % dans la plupart des secteurs économiques, le ratio d'endettement sur fonds propres des grands conglomérats étant supérieur à 90 %.

Le régime de change s'est effondré en 1982. De nombreuses banques étaient déjà insolubles lorsque les emprunts à l'étranger ont commencé à s'accélérer en 1980. En 1981, le gouvernement a liquidé trois banques commerciales, quatre *financieras* et une banque de développement, qui représentaient 35 % des prêts totaux. En 1983, huit autres banques, représentant 45 % des prêts du système financier, sont passées sous le contrôle de la Banque centrale qui, en 1988, détenait des créances bancaires irrécouvrables équivalant à près de 20 % du PIB. Seule une banque commerciale a survécu sans l'aide des pouvoirs publics. C'est à ce moment-là que l'on a sérieusement envisagé d'instituer un contrôle prudentiel et une réglementation du système bancaire.

## II. La crise bancaire et immobilière et la déflation de désendettement aux Etats-Unis

La forte hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis, à l'origine des difficultés des emprunteurs latino-américains au début des années 80, a également causé des problèmes aux sociétés d'épargne et de crédit américaines 3/. La suppression de la réglementation Q, qui autorisait la Réserve fédérale à limiter la rémunération des dépôts, a avivé à partir de 1980 la concurrence entre les banques et entre celles-ci et les autres établissements financiers. Les caisses d'épargne et de crédit se sont retrouvées détentrices d'un grand nombre de prêts hypothécaires à taux fixe à 30 ans rapportant de faibles intérêts, à un moment où la concurrence tirait vers le haut le taux de rémunération des dépôts. La plupart de ces institutions devenaient ainsi insolubles du jour au lendemain; elles avaient le choix entre relever leurs taux de rémunération, qui seraient devenus supérieurs aux taux des prêts qu'elles consentaient, ou assister à l'hémorragie de leurs dépôts jusqu'à ce qu'elles n'aient plus assez de liquidités pour honorer les retraits des déposants. Elles ont donc plaidé en faveur d'une déréglementation des actifs au bilan, ce qui, à terme, les a conduit à une prise de risques et à un endettement excessifs. Le Congrès a autorisé les caisses d'épargne à se lancer dans de nouvelles activités plus rémunératrices : obligations à risque (junk bonds), contrats à terme et options, prêts pour l'immobilier commercial, prêts à la consommation et prêts sur cartes de crédit; parallèlement, le montant minimum des dépôts garanti par l'organisme (fédéral) officiel d'assurance des dépôts des banques et des caisses d'épargne (FDI) a été relevé. Dans les faits, la nouvelle législation encourageait les caisses d'épargne à surmonter leurs difficultés en investissant dans des actifs à haut risque et à haut rendement.

Il en a résulté un accroissement du risque de fraude et de l'aléa moral. Etant donné que la plupart des caisses d'épargne et de crédit étaient déjà insolubles, leur seule chance de survivre était de se développer dans des activités à haut risque, financées par des dépôts garantis à hauteur de 100 000 dollars, mais dont la rémunération n'était plus limitée. Les banques d'affaires ont eu tôt fait de jouer le rôle lucratif d'intermédiaire en



consentant aux caisses d'épargne des prêts garantis par le FDI en tranches de 100 000 dollars, que ces dernières investissaient dans des projets à haut risque. Les banques commerciales, les fonds de pension et les compagnies d'assurance ont emboîté le pas des caisses d'épargne en consentant des prêts à l'achat, au développement et à la construction qui ont été à l'origine de la formation d'une bulle immobilière. D'autres activités concernaient les prêts à la consommation, lors de la reprise économique amorcée en 1983, et le financement à fort effet de levier de fusions-acquisitions.

Ce faisant, les entreprises et les consommateurs ont porté leur endettement à des niveaux records, tandis que les institutions financières augmentaient leurs prêts gagés sur des actifs à risque. Les revenus et dépenses des entreprises et des ménages sont ainsi devenus de plus en plus sensibles à l'évolution des taux d'intérêt. Lorsque la Réserve fédérale a commencé de resserrer la politique monétaire après le krach boursier de 1987, afin de casser l'inflation des prix des actifs, il en a résulté l'une des plus graves récessions de l'après-guerre. La chute des prix de l'immobilier a provoqué pertes financières et multiples défaillances, ce qui a affecté la volonté et la capacité des banques de prêter et celles des entreprises et des consommateurs de dépenser. Face à la faiblesse du système financier et de l'économie, les taux d'intérêt à court terme ont diminué au début des années 90 jusqu'à devenir négatifs en valeur réelle, soulageant ainsi non seulement les banques, mais aussi les entreprises et les ménages, qui ont pu tirer profit de la hiérarchie des taux d'intérêt et refinancer leur dette à des taux nettement inférieurs. Cela a conduit à une envolée du marché boursier, qui a provoqué une baisse des taux d'intérêt à long terme et contribué à restaurer les bilans, alimentant ainsi une forte reprise.

Des enseignements importants ont été tirés de l'expérience des Etats-Unis en matière de libéralisation financière. En premier lieu, les leçons de la crise chilienne ont été confirmées, à savoir que la libéralisation accélérée des établissements de dépôt doit s'accompagner de l'adoption d'une réglementation prudentielle appropriée. En deuxième lieu, si la garantie des dépôts est rarement la cause initiale d'un risque moral susceptible de mettre en difficulté une banque, elle peut, lorsque la banque éprouve des difficultés, motiver ce type de comportement et entraîner des pertes supplémentaires importantes par un effet de fuite en avant. La solution est non pas de supprimer toute assurance, mais de veiller à ce qu'une banque défaillante dépose rapidement son bilan et ne puisse pas utiliser la garantie des dépôts pour spéculer sur un retour des bénéfiques. Tel est dorénavant le cas dans la réglementation prudentielle des autorités fédérales, qui contient des directives précises en vue d'accélérer le dépôt de bilan ou le rachat des banques en difficulté.

Enfin, les mesures prises au début des années 90 ont résolu de manière exemplaire le problème de la déflation de désendettement, rendant ainsi possible l'une des reprises économiques les plus longues de l'après-guerre aux Etats-Unis.

### III. La crise des parités du SME

La crise asiatique ressemble à la crise du SME survenue en 1992, qui avait forcé l'Italie et le Royaume-Uni à sortir du mécanisme de taux de change, dans la mesure où elle a été provoquée par des mouvements importants de fonds d'arbitrage à court terme visant à tirer profit des écarts de taux d'intérêt et de perspectives de plus-value dans des conditions de taux de change fixes et de

déséquilibres extérieurs croissants. Les sorties de capitaux ont été déclenchées par l'appréciation des monnaies européennes et par une hausse des taux d'intérêt en Allemagne. Les effets de contagion ont été à la fois rapides, la décision de dévaluer la lire italienne entraînant une forte spéculation contre la livre sterling aboutissant en fin de compte à la sortie des deux monnaies du mécanisme de taux de change, et tardifs, avec une attaque spéculative contre le franc français pendant l'été 1993. La déréglementation a également joué un rôle, l'Italie ayant levé ses dernières restrictions sur les opérations en capital et adopté les marges de fluctuation étroites du SME en 1991.

Du fait de la relative stabilité des taux de change après 1987, on a considéré en général que les parités au sein du SME resteraient stables et deviendraient les taux de conversion utilisés pour la création de la monnaie unique européenne dans la troisième phase de l'union économique et monétaire. En Italie et au Royaume-Uni, où l'inflation et le taux de croissance économique étaient élevés, la stabilité des taux de change pendant cette période a été maintenue grâce à des politiques monétaires restrictives créant des écarts de taux d'intérêt importants avec le reste de l'Europe, en particulier l'Allemagne. Des capitaux constitués d'emprunts contractés à des taux d'intérêt faibles en Allemagne et aux Etats-Unis y ont afflué; initialement, ils provenaient pour l'essentiel de banques américaines, qui espéraient également que la création de la monnaie commune entraînerait une convergence à la baisse des taux d'intérêt et serait ainsi à l'origine de plus-values sur leur portefeuille de titres italiens et britanniques. Contrairement à ce qui s'est passé en Asie de l'Est, les prêts étaient libellés en monnaie nationale afin de tirer profit des gains en capital escomptés. Par ailleurs, le risque de taux de change était considéré comme minime; étant donné que les réalignements au sein du SME s'étaient toujours effectués à l'intérieur des marges de fluctuation, les variations des parités seraient inférieures à 4,5 %.

Les banques américaines ont également investi des fonds empruntés en dollars sur ces marchés à haut rendement, mais le risque de change était plus grand en raison du flottement du dollar vis-à-vis des devises européennes. Du fait des difficultés liées aux opérations de couverture sur la lire, de l'ampleur des écarts de taux d'intérêt et de la faiblesse du dollar, leurs positions ont d'abord été non couvertes, puis ont fait l'objet d'une couverture indirecte portant sur l'appréciation du dollar par rapport au deutsche mark étant entendu que le taux de change lire/deutsche mark ne pouvait varier de plus de 4,5 %. Le risque de change sur la livre sterling pouvait être couvert directement.

L'afflux de capitaux attirés par les écarts de taux d'intérêt et les perspectives de plus-value a renforcé la valeur des monnaies et l'accumulation de réserves importantes de change a fait croire à leur stabilité. Toutefois, en raison des écarts de taux d'inflation, il a également entraîné une appréciation réelle de ces monnaies ainsi qu'une aggravation du déficit en compte courant. Au début de 1992, il est apparu évident que les déficits extérieurs devenaient excessifs et de grandes quantités de capitaux ont alors quitté l'Italie. La dépréciation continue du dollar a accentué la perte de compétitivité, tandis que la hausse des taux d'intérêt décidée par la Bundesbank rendait moins profitables les opérations d'arbitrage. L'idée que l'ajustement de la lire devrait être supérieur à la marge de fluctuation prévue, c'est-à-dire probablement aux alentours de 10 à 15 %, s'est généralisée. Les réserves de change italiennes diminuant, les marchés ont, en septembre 1992, provoqué une dévaluation de la lire dont l'ampleur rendait impossible le maintien des parités, et des attaques

du même type ont rapidement été portées à la livre sterling; l'Italie et le Royaume-Uni sont alors sortis du mécanisme de change du SME. Contrairement à ce qui s'est passé en Asie de l'Est, ces deux pays ont enregistré une reprise très rapide grâce à une forte augmentation de leurs exportations, et ont utilisé leur nouvelle marge de manoeuvre en matière de politique monétaire pour réduire leurs écarts de taux d'intérêt avec l'Allemagne 4/.

#### Notes

1/ A ce sujet, voir C. Diaz-Alejandro, "Goodbye financial repression, hello financial crash", *Journal of Development Economics*, vol. 19, No 1/2, 1985; S. de la Cuadra et S. Valdes, "Myths and facts about financial liberalization in Chile", dans P.L. Brock (éd.), *If Texas Were Chile: A Primer on Banking Reform* (San Francisco : Institute for Contemporary Studies Press, 1992); et R. Ffrench-Davis, M. Agosin et A. Uthoff, "Capital movements, export strategy, and macroeconomic stability in Chile", dans R. Ffrench-Davis et S. Griffiths-Jones (éd.), *Coping with Capital Surges: The Return of Finance to Latin America* (Boulder, Colorado : Lynne Rienner Publishers, 1995).

2/ Déclaration de A.W. Robichek, directeur à l'époque de la Division Hémisphère occidental du FMI, cité dans Diaz-Alejandro, op. cit., p. 9.

3/ Pour une analyse plus détaillée, voir le *Rapport sur le commerce et le développement, 1991*, deuxième partie, chap. II; le *Rapport sur le commerce et le développement, 1992*, deuxième partie, chap. II; et le *Rapport sur le commerce et le développement, 1994*, deuxième partie, chap. II.

4/ Pour une analyse plus détaillée, voir *Rapport sur le commerce et le développement, 1993*, deuxième partie, chap. I; et *Rapport sur le commerce et le développement, 1994*, deuxième partie, chap. II.

## Chapitre IV

### GESTION ET PREVENTION DES CRISES FINANCIÈRES

#### A. Introduction

Le présent chapitre analyse des questions d'importance cruciale ayant trait à la gestion ou à l'endiguement des crises financières et aux politiques qui pourraient contribuer à les prévenir. Il convient ici de distinguer entre les crises bancaires (au cours desquelles on observe souvent des ruées sur certaines parties du secteur bancaire) et les crises monétaires (au cours desquelles résidents et non-résidents se débarrassent massivement de leurs avoirs en monnaie du pays), encore que les deux types de crise puissent être, et (comme on l'a vu au chapitre III) dans les pays en développement aient généralement été, étroitement liés. Dans le cas des crises bancaires, il n'est guère possible de distinguer, sur le plan théorique, entre gestion, d'une part, et prévention, d'autre part : renforcer la réglementation et la supervision financières, par exemple, vise manifestement à atteindre les deux objectifs. Les chapitres III et IV s'attachent principalement aux crises dans lesquelles les attaques visant la monnaie s'accompagnaient de menaces visant le système bancaire. En pareil cas, la distinction entre gestion et prévention est utile. Dans la section qui suit, consacrée à la gestion et à la résolution des crises, on examinera les politiques que l'on peut adopter en réponse à une attaque contre la monnaie pour juguler ou renverser le processus, de manière à limiter les dommages qui en résultent pour l'économie nationale.

Les thèmes abordés au titre de la gestion de la crise sont les politiques macro-économiques, la gestion des réserves et l'accès au crédit, le financement international par un prêteur de dernier recours et les procédures de gel et de restructuration à adopter, à l'échelon international, à l'égard des pays débiteurs. Etant donné le coût élevé – et les résultats incertains – de mesures internes prises par le pays débiteur subissant l'attaque et du financement externe accordé selon les modalités qui sont actuellement en place ou pourraient raisonnablement être envisagées, on a fait porter l'essentiel de l'analyse sur la dernière des approches mentionnées, à savoir les procédures de gel et de restructuration.

Des mesures de prévention des crises peuvent être prises aux niveaux mondial, national ou régional, et l'analyse qui suit examine les politiques et propositions relevant de rubriques qui suivent à peu près cet ordre. Toutefois, les politiques et propositions analysées ne s'inscrivent pas toujours parfaitement dans ce schéma. La surveillance mondiale, par exemple, relève manifestement du premier des trois niveaux mentionnés, la consultation et la collaboration régionales du troisième. En revanche, dans le cas d'autres mesures (telles que réglementation des opérations financières, contrôle des prêts et investissements de portefeuille internationaux, contrôle des mouvements de capitaux et politiques de taux de change), s'il est vrai que les mesures prises le sont généralement à l'échelon national, ces dernières années, elles ont de plus en plus fréquemment fait l'objet d'initiatives internationales ou régionales, parce qu'elles ont d'importantes retombées transfrontières, se prêtent au "resquillage" (puisqu'un pays peut bénéficier du fait que d'autres pays respectent des règles, critères ou normes qu'il ne respecte pas lui-même) ou restreignent l'autonomie des pouvoirs publics d'un pays. Comme on le verra plus loin, les deux premières considérations ont beaucoup contribué à l'adoption de mesures internationales de réglementation et de supervision financières, et à

la mise en place d'une coopération multilatérale aux échelons régional et mondial visant à éviter le désordre sur les marchés monétaires et les dévaluations de surenchère. La troisième considération est celle qui motive le régime mondial de convertibilité des monnaies pour les transactions internationales courantes ainsi que divers régimes dont sont convenus des groupes plus limités de pays pour supprimer les restrictions aux opérations en capital. Le régime du commerce international des biens et services prévu dans le cadre de l'OMC tient compte des trois considérations, et les différents accords qu'il comporte contiennent des dispositions visant explicitement à régler les difficultés relevant de chacune de ces considérations.

## **B. Gérer et résoudre les crises financières**

### **1. Les crises des paiements extérieurs**

S'il est vrai que les crises financières qui peuvent secouer les pays en développement sont toutes différentes, elles ont toutes, néanmoins, un trait en commun : la "ruée vers la sortie" des investisseurs et des créanciers, et la panique financière qui s'ensuit. De fait, quels que soient les causes immédiates des crises financières ou les événements qui déclenchent les attaques contre telle ou telle monnaie, les investisseurs internationaux et les créanciers des pays en développement adoptent souvent un comportement moutonnier, qu'il s'agisse pour eux de se désengager ou d'investir ou prêter. La crise de la dette des années 80 s'est accompagnée d'une réduction spectaculaire des prêts des banques internationales aux débiteurs souverains, tandis que pendant la crise mexicaine de 1994-1995, le désengagement précipité des créanciers internationaux a pris la forme d'une liquidation rapide des effets publics et d'une conversion du produit des ventes en dollars. De même, lors des récents événements d'Asie de l'Est, le refus de reconduire les prêts à court terme, conjugué aux efforts déployés par les débiteurs non couverts pour éviter les pertes de change, a été le principal facteur d'approfondissement de la crise.

La réaction disproportionnée des créanciers aux difficultés financières des débiteurs est souvent expliquée par un déficit d'action collective. En effet, alors même que les créanciers en tant que groupe auraient intérêt à reconduire leurs prêts à un débiteur lorsqu'ils viennent à échéance, un investisseur individuel sera porté à se désengager au plus tôt. Un débiteur qui pourrait normalement dégager des ressources suffisantes pour assurer le service de l'encours de sa dette se trouvera à court de liquidités si plus d'un certain nombre de créanciers refusent de reconduire leurs créances à mesure qu'elles deviennent exigibles. Faute de disposer de liquidités, il n'aura d'autre ressource que de réduire ses opérations ou de recourir à des ventes "en catastrophe" d'actifs, lesquelles amenuiseront ses revenus et sa richesse, ce qui limitera plus gravement encore sa capacité d'assurer le service de sa dette et nuira par conséquent aux intérêts des créanciers en tant que groupe. En ce sens, les retraits massifs et précipités de capitaux traduisent un échec des marchés, lesquels n'ont pas réussi à coordonner les décisions individuelles de manière à aboutir à un résultat supérieur, pour les créanciers comme pour les débiteurs.

Un désengagement généralisé des créanciers internationaux déclenché par une perte de confiance entraîne des conséquences beaucoup plus graves qu'un désengagement des créanciers de débiteurs nationaux. En modifiant le cours des principaux actifs, les taux d'intérêt et les taux de change, il risque en effet de transformer rapidement un problème de liquidités en une situation

caractérisée par la généralisation des cas d'insolvabilité et de cessation de paiements. S'il ne dispose pas de réserves importantes et n'a pas accès à une source internationale de liquidités, un pays en développement débiteur n'est guère plus capable de rembourser immédiatement la totalité de ses dettes à court terme que ne l'est une banque de faire face à une ruée des déposants. Lorsque les exigibilités externes sont sous forme de valeurs mobilières libellées en monnaie nationale, comme c'était le cas, au Mexique, pour les *cetes* et les *tesobonos*, la demande de devises émane directement des créanciers. Dans le cas de prêts bancaires, le retrait des créanciers étrangers peut déclencher une ruée sur les devises des banques et des entreprises débitrices qui, n'étant pas couvertes, cherchent à acquitter leurs dettes ou à couvrir leurs positions ouvertes. Cette ruée sur les devises provoquera, à son tour, une dépréciation de la monnaie nationale et une hausse des taux d'intérêt, ce qui augmentera la difficulté pour les débiteurs d'assurer le service de leur dette et les obligera à liquider des actifs, approfondissant ainsi le processus d'endettement et de déflation. Ceux qui sont en position débitrice à l'égard de créanciers internationaux ne seraient pas les seuls touchés : il y aurait aussi des conséquences macro-économiques plus vastes, notamment une brusque diminution de l'emploi et de la production.

Des pressions sur les taux de change et sur les prix des actifs émaneraient aussi de deux autres sources. Premièrement, les résidents tendent à se défaire de leurs actifs en monnaie nationale et cela leur est facile lorsque l'économie est dollarisée et que l'on peut se procurer facilement des actifs en devises. Deuxièmement, le désengagement massif des créanciers étrangers va souvent de pair avec une désaffection des non-résidents pour les instruments non générateurs d'endettement, notamment pour le marché boursier. Comme de tels investisseurs risquent de supporter une baisse des cours lorsqu'ils s'efforcent de se débarrasser de leurs actifs, la pression à la vente sur le marché monétaire sera moindre. De plus, comme ils pâtiraient aussi de dépréciations, ils peuvent être moins incités à se désengager. Toutefois, la réaction disproportionnée des investisseurs pourrait encore amplifier les effets en retour déstabilisateurs entre marché boursier et marché monétaire. De fait, à l'occasion de récentes crises financières survenues dans les pays en développement, on a observé une corrélation très étroite entre l'effondrement du cours des actions et les taux de change, et cette corrélation a été particulièrement forte en Asie de l'Est.

Théoriquement, il existe quatre moyens de se défendre contre une attaque massive visant la monnaie d'un pays débiteur :

- adopter des politiques internes, en particulier dans les domaines de la monnaie et des changes, de façon à restaurer la confiance des marchés et à enrayer les mouvements spéculatifs;
- se couvrir en conservant des réserves de change et des lignes de crédit suffisantes;
- utiliser un mécanisme international faisant office de prêteur de dernier recours pour obtenir les liquidités nécessaires;
- instaurer unilatéralement un moratoire des paiements au titre du service de la dette ainsi que des restrictions de change, et mettre en route des négociations pour obtenir une restructuration méthodique de la dette.

Les trois derniers mécanismes ne se rapportent pas seulement à la gestion de la crise : ils visent aussi à rendre moins probable le déclenchement d'une crise de l'endettement en décourageant les attaques contre la monnaie. La menace d'un moratoire unilatéral des remboursements pourrait aussi modérer les entrées de capitaux à court terme, et empêcher ainsi, dans une certaine mesure, la fragilité financière extérieure de s'aggraver.

Dans les sections qui suivent, on examinera la faisabilité et les coûts et avantages de la mise en place et/ou de l'utilisation de tels mécanismes. Les mesures prises par les pouvoirs publics en réaction à un désengagement massif des créanciers se sont généralement révélées inefficaces, et l'accumulation de réserves en prévision d'attaques spéculatives est extrêmement coûteuse et à peine possible en pratique. Enfin, il serait extrêmement difficile de mettre en place un mécanisme international faisant office de prêteur de dernier recours capable de fournir les liquidités considérables qui seraient nécessaires pour résister à de telles attaques contre une monnaie. Un moyen efficace d'en venir à bout serait de créer un cadre international à l'intérieur duquel procéder au gel des remboursements et à la restructuration de la dette, de manière que les crises de liquidités une fois déclenchées ne débouchent pas sur l'insolvabilité.

## 2. Politique monétaire et confiance des marchés

Les écarts entre taux d'intérêt sont sans aucun doute un facteur déterminant des flux internationaux de capitaux. Toutes choses étant égales par ailleurs, des taux d'intérêt plus élevés, dans un pays, stimulent les entrées de capitaux en rendant plus profitable l'arbitrage avec les marchés de devises étrangères. Ils peuvent aussi indiquer une volonté bien arrêtée, chez les responsables de l'action gouvernementale, d'éliminer certains déséquilibres macro-économiques, tels que l'excès de la dépense intérieure et l'importance des déficits extérieurs, lorsqu'ils menacent d'exercer des pressions sur la monnaie. Dans ces conditions, une politique monétaire restrictive et des taux d'intérêt plus élevés peuvent beaucoup contribuer à stabiliser les flux de capitaux.

Toutefois, comme l'ont montré les événements d'Asie de l'Est, dès lors que la panique s'est emparée des marchés financiers, le resserrement de la politique monétaire et le relèvement des taux d'intérêt ont généralement des effets entièrement différents, parce qu'ils exercent une forte influence sur le risque de crédit. S'il y a eu, à l'origine, retrait des prêts extérieurs et fuite devant la monnaie nationale, c'était bien parce que les prêteurs et les investisseurs n'espéraient plus recevoir le rendement de leurs actifs. Le relèvement des taux d'intérêt n'est alors que le signe d'une diminution de la solvabilité et d'une augmentation du risque de cessation de paiements, et le taux attendu de rendement ajusté pour tenir compte du risque tendra à s'abaisser à mesure que les taux d'intérêt seront relevés.

Pour les prêteurs internationaux dont les créances sont libellées en dollars, des taux d'intérêt plus élevés dans le pays débiteur ne modifient pas le taux de rendement de leurs actifs. En revanche, en augmentant les difficultés financières de leurs débiteurs et en réduisant les revenus et le patrimoine net de ces derniers, ils augmentent aussi le risque de cessation de paiements. Ils n'incitent donc aucunement les prêteurs étrangers à reconduire les prêts existants ou à accorder de nouveaux crédits.

Encore une fois, des taux d'intérêt élevés ne réussissent pas toujours à empêcher les capitaux de se convertir massivement dans une autre monnaie par

crainte de dépréciations considérables. Même des taux d'intérêt à deux chiffres ne peuvent réussir à convaincre les prêteurs de conserver leurs actifs en monnaie nationale lorsqu'ils estiment que ces taux sont politiquement difficiles à maintenir, comme on a pu l'observer dans quelques pays européens en 1992-1993, pendant la crise du Système monétaire européen (SME), et que, pour ces actifs, le risque de défaut de paiement est élevé.

A la longue, le resserrement de la politique monétaire et le maintien de taux d'intérêt élevés peuvent, bien sûr, finir par stabiliser la monnaie en intensifiant les difficultés des débiteurs et en multipliant les faillites et les défauts de paiement - c'est-à-dire en réduisant les ventes de monnaie nationale, non en augmentant les achats de cette monnaie. A mesure que l'endettement et la déflation s'aggravent et que la récession s'approfondit, des débiteurs de plus en plus nombreux deviennent insolvable et se trouvent dans l'impossibilité de se procurer des fonds pour acheter les devises nécessaires au service de leur dette ou pour se couvrir contre le risque de change. Toutefois, on aura alors stabilisé les marchés en déprimant l'économie et en multipliant les cas de cessation de paiements, non en faisant revenir les capitaux étrangers.

Outre que le resserrement de la politique monétaire est incapable d'endiguer la fuite des capitaux déclenchée par le désengagement massif des créanciers, il n'est guère possible de justifier, d'un point de vue économique, une défense du taux de change qui se ferait au prix d'une hausse des taux d'intérêt. En général, les dévaluations frappent ceux dont les positions créditrices et débitrices font apparaître des déséquilibres en termes de monnaie, ce qui est souvent la marque d'un comportement spéculatif. Une hausse des taux d'intérêt à court terme, quant à elle, frappe aussi les investisseurs en cas de déséquilibre des échéances. De plus, les secteurs de commerce des marchandises pâtissent davantage de taux d'intérêt élevés que d'une dévaluation; cela accroît la difficulté de réaliser un ajustement des paiements fondé sur le développement des exportations, et non sur la compression des importations.

### 3. Politique de réserves

On fait quelquefois valoir que les pays débiteurs devraient maintenir leurs réserves de change à un niveau suffisant pour leur permettre de faire face à leurs obligations à court terme, afin d'éviter de violents mouvements des taux de change en cas de retraits massifs des prêts et investissements étrangers. Les tenants d'une telle politique citent l'expérience des économies qui ont d'importantes réserves (par exemple, la Chine; la Province chinoise de Taïwan; et Hong-kong, Chine) : d'importantes réserves décourageraient les attaques spéculatives contre la monnaie.

Toutefois, les conséquences de la constitution d'un volume important de réserves par le recours à l'emprunt sont très différentes de celles qu'entraînerait l'accumulation d'excédents commerciaux. L'un des moyens de constituer de telles réserves est de stériliser une proportion importante des entrées de capitaux, c'est-à-dire d'en acheter le produit en émettant des instruments nationaux d'endettement. Toutefois, une telle stratégie est quelque peu circulaire. En effet, elle suppose qu'un pays n'emprunte à court terme que lorsqu'il n'utilise pas le produit de ses emprunts pour financer des investissements ou des importations. Une telle stratégie peut être très coûteuse pour l'économie, puisque le revenu des réserves de change est généralement inférieur au coût de l'emprunt extérieur.



De plus, le coût de la stérilisation des emprunts privés est supporté presque entièrement par le secteur public. De fait, les pertes supportées par le secteur public sont généralement supérieures au coût en devises du maintien des réserves de change puisque les taux d'intérêt intérieurs réels afférents à la dette publique dépassent de beaucoup les taux de rentabilité des réserves. Il y aura ainsi un transfert net du secteur public au secteur privé, venant s'ajouter au coût net supporté par l'économie dans son ensemble. De fait, l'expérience montre qu'une telle stratégie peut entraîner d'importants déficits budgétaires ou pertes pour les banques centrales (déficits quasi budgétaires).

Selon une variante de cette proposition, le secteur public couvrirait entièrement les engagements extérieurs à court terme du secteur privé en empruntant à long terme et en investissant à court terme à l'étranger. Toutefois, tous les gouvernements ne sont pas en mesure d'emprunter à l'étranger à long terme et, ce qui est plus important encore, le coût d'une telle opération serait prohibitif, en particulier lorsque les taux à long terme internationaux excèdent les taux à court terme d'une marge importante et que la prime de risque relative à la dette souveraine à long terme est élevée.

Une stratégie analogue consiste à conserver des lignes de crédit auprès de banques privées étrangères et à les utiliser pour faire face à une attaque contre la monnaie nationale, ce qui revient à mettre en place un mécanisme privé jouant le rôle de prêteur de dernier recours. Dans ce cas encore, toutefois, la stratégie ne réussira que si les montants en jeu sont faibles. De plus, les coûts entraînés peuvent être considérables, et rien ne garantit que les banques respecteront de tels arrangements lorsqu'il y aura un retrait massif des capitaux étrangers.

Une autre difficulté tient au fait que les engagements à court terme ne sont pas seuls à être vulnérables en cas de retrait des capitaux. A cet égard, ce qui compte le plus, c'est la liquidité des engagements, non leur échéance. Un retrait massif de fonds investis sur le marché des actions et/ou des obligations peut provoquer des difficultés analogues sur le marché monétaire, même si la baisse du cours de ces actifs tend à atténuer les pressions sur le taux de change. Lorsque les marchés des actions et des obligations sont suffisamment importants et que la présence étrangère est importante aussi, des comportements à la baisse sur ces marchés peuvent facilement se transformer en une fuite devant la monnaie nationale; des interventions à vaste échelle seraient alors nécessaires pour stabiliser le taux de change. Le coût du maintien de réserves assez importantes pour permettre de faire face à cette éventualité serait prohibitif.

#### **4. Sauvetages et mécanismes internationaux prêteurs de dernier recours**

L'obtention de liquidités auprès d'un prêteur international de dernier recours afin de stabiliser les marchés n'a pas été la parade aux crises monétaires dans les pays en développement. Bien au contraire, l'assistance coordonnée par le FMI est généralement venue après l'effondrement de la monnaie, sous la forme d'opérations de sauvetage permettant de désintéresser les créanciers et d'éviter la cessation de paiements. De telles opérations appellent, toutefois, des réserves pour un certain nombre de raisons. Premièrement, elles évitent aux créanciers de supporter tous les coûts de décisions de prêt malencontreuses, en faisant ainsi peser le poids sur les seuls débiteurs. Deuxièmement, elles tendent, par conséquent, à créer un aléa moral pour les prêteurs internationaux, en encourageant des pratiques imprudentes en

matière de prêt. Outre qu'elles atténuent l'importance accordée par les créanciers au risque de liquidité, elles les amènent souvent, en assortissant *ex post* la dette privée de garanties publiques, à sous-estimer le risque de défaillance. Troisièmement, le financement international requis exigeait des fonds toujours plus importants, qu'il a été difficile de réunir.

Toutefois, de nombreuses difficultés font obstacle à la mise en place d'un véritable mécanisme international faisant office de prêteur de dernier recours qui permettrait d'éviter de tels problèmes. Ce mécanisme ne pourrait, en effet, fonctionner efficacement qu'à deux conditions : il devrait y avoir des règles et conditions raisonnablement bien définies auxquelles l'emprunteur serait tenu de satisfaire, et le prêteur de dernier recours devrait avoir toute liberté de créer des liquidités pour s'acquitter de sa fonction.

Parmi les arrangements multilatéraux existants, permettant de fournir des concours financiers extérieurs, le dispositif mis en place au sein de l'Union européenne (UE) est peut-être celui qui est le plus près de satisfaire à ces deux conditions. Il accorde une aide à court terme à la fois aux pays membres de l'UE qui participent au mécanisme de change du Système monétaire européen (SME) et à ceux qui n'y participent pas, ainsi que d'autres moyens de financement à long terme. L'accès à des capitaux extérieurs à court terme est garanti à tout participant au mécanisme de change lorsqu'une intervention sur le marché des changes est nécessaire pour maintenir sa monnaie dans les limites à l'intérieur desquelles elle est autorisée à fluctuer; emprunter au titre de ce mécanisme n'est assujéti à des conditions supplémentaires que si la durée du prêt est prolongée au-delà d'une période initiale, laquelle peut atteindre jusqu'à deux mois et demi environ. Les pays membres de l'UE peuvent aussi se procurer d'autres moyens financiers extérieurs à court terme, ne dépassant pas un certain plafond, après accord obtenu conformément à des procédures établies. Un pays peut aussi obtenir des financements extérieurs à moyen terme, toujours jusqu'à un certain plafond, à condition qu'un accord multilatéral analogue concernant ses besoins d'emprunt ait été conclu (compte tenu des politiques qu'il s'engage à appliquer pour surmonter ses difficultés).

A strictement parler, le FMI ne satisfait à aucune de ces conditions, requises pour jouer le rôle de prêteur de dernier recours. De fait, cette institution n'a pas été conçue, à l'origine, pour apporter un concours financier à ceux de ses membres qui seraient aux prises avec des problèmes de liquidités associés aux flux de capitaux. L'article VI de ses Statuts exclut expressément l'octroi de prêts pour financer des sorties de capitaux prolongées. Jusqu'à présent, pour ses interventions, le FMI a fait appel à ses principaux contributeurs pour qu'ils fournissent les capitaux nécessaires. A la veille de la crise mexicaine, il a été proposé de créer à cet effet un nouveau "mécanisme de financement à court terme" 1/. Ce mécanisme devait être utilisé par les pays étroitement intégrés aux marchés internationaux de capitaux, notamment les pays industriels et les marchés émergents. Toutefois, cette proposition soulevait un certain nombre de questions difficiles.

La première tient aux conditions auxquelles des concours financiers devraient être mis à la disposition des pays aux prises avec des problèmes de liquidités. Dans le mécanisme tel qu'il était proposé, deux types de tirage étaient envisagés : un droit de tirage automatique (analogue à la tranche or) et un tirage subordonné à l'approbation du Conseil d'administration. On pensait, par ce système à deux niveaux, trouver un juste équilibre entre deux considérations : aller vite, et éviter les risques excessifs. En effet, si le

recours automatique assurait une réaction en temps utile aux pressions des marchés, il pouvait aussi aggraver le risque pour le FMI et créer un aléa moral pour l'emprunteur. Au contraire, le retrait de fonds conditionnel réduirait le risque pour le FMI, mais les procédures de négociation et d'approbation pourraient provoquer retards et incertitudes qui risqueraient à leur tour de miner la confiance des marchés. Dans le document cité du Fonds monétaire, il était indiqué que pour un retrait conditionnel, la demande devrait être présentée lors des consultations au titre de l'article IV, et que le mécanisme ne devrait pas servir à financer des déficits non soutenables du compte des transactions courantes. En ce sens, en autorisant un pays à recourir au mécanisme, le Fonds monétaire indiquerait qu'il approuve la situation fondamentale du pays en matière de paiements extérieurs.

En principe, pour pouvoir s'adresser à un prêteur de dernier recours, un pays doit auparavant satisfaire à des conditions spécifiées, non s'engager à prendre certaines mesures une fois que la crise s'est déclenchée. Ces conditions peuvent avoir trait non seulement à la viabilité des taux de change et des positions du compte des transactions courantes, mais aussi à des facteurs qui influent sur la stabilité financière, tels que le volume et la structure des échéances de la dette extérieure et les règles prudentielles effectivement appliquées. Le prêteur de dernier recours devrait avoir les pouvoirs et les moyens nécessaires pour s'assurer de la mesure dans laquelle ces conditions sont remplies, et déterminer en conséquence l'admissibilité du pays qui s'adresse à lui.

L'application d'une telle procédure soulève, toutefois, de graves difficultés. Tout d'abord, elle peut rendre nécessaire d'étendre considérablement la portée des consultations au titre de l'article IV pour y inclure des questions relatives au compte des mouvements de capitaux, ce qui à son tour rendrait peut-être nécessaire - mais ce point n'est pas clair - de réviser les Statuts du Fonds monétaire pour donner à celui-ci compétence en la matière. Deuxièmement, il peut n'être pas facile de parvenir à un accord sur ce qui constitue l'ensemble pertinent de politiques et d'institutions. Par exemple, les politiques exigées par le Fonds monétaire dans le cadre du plan de renflouement de la République de Corée ont donné lieu à d'importantes controverses; de fait, certaines des conditions imposées ont été considérées comme "empiétant indûment sur le domaine normal de compétence d'un gouvernement souverain", et non comme des moyens techniques visant à remédier au problème des paiements 2/. De plus, l'examen de l'adéquation des politiques nationales adoptées pour assurer la viabilité des taux de change et la stabilité financière lorsqu'un pays est intégré aux marchés internationaux de capitaux fait entrer en jeu des questions d'interprétation allant bien au-delà de celles qui sont traditionnellement soulevées au titre de la surveillance exercée par le FMI. De ce fait, lorsque pendant les consultations au titre de l'article IV il s'agit d'établir si les conditions de recours au mécanisme sont remplies, d'importantes divergences de vues peuvent apparaître entre le Fonds monétaire et les membres concernés. Enfin, si l'expérience enseigne que des crises financières peuvent se produire même lorsque des règles prudentielles sont effectivement appliquées et que les positions macro-économiques sont tenables, il y a une tendance à assumer qu'elles sont causées essentiellement par des politiques peu judicieuses et par la faiblesse des institutions. Par exemple, un certain nombre d'imperfections qui entachaient les politiques et les institutions en Asie de l'Est ne sont apparues au grand jour qu'après la crise, alors que jusque là, les politiques et performances de ces pays n'avaient suscité que des éloges. Si le simple fait qu'une crise s'est déclenchée est considéré comme l'indice sérieux de politiques

et d'institutions défectueuses, il ne sera peut-être jamais possible, pour un pays en développement, d'être admis à s'adresser à un prêteur de dernier recours, sauf à prendre des engagements supplémentaires et jusqu'à présent non spécifiés quant à l'adoption de certaines mesures.

Un deuxième ensemble de difficultés tient au volume des fonds qui seraient fournis et de ceux qui seraient nécessaires. Dans la proposition de 1994, il était envisagé que ces fonds soient fonction du volume des pertes de change qu'un pays pouvait supporter, mais non que le mécanisme finance les chocs en totalité. Un montant égal à 300 % de la quote-part était considéré comme une limite supérieure possible. Or un tel montant représenterait, en fait, peu de chose face aux besoins que pourraient créer de soudaines fuites de capitaux, alors même qu'il pourrait absorber une importante proportion des ressources du Fonds monétaire. Par exemple, lors de la crise mexicaine de 1994-1995, l'offre initiale d'apports financiers formulée par le FMI - 7,8 milliards de dollars - représentait le triple de la quote-part du Mexique. Bien que porté par la suite à 17,8 milliards de dollars - ne représentant pas plus du tiers du plan de sauvetage global - ce montant a été généralement considéré comme inhabituellement élevé et risqué pour le Fonds monétaire.

La récente intervention du FMI en Asie de l'Est a, elle aussi, dépassé de beaucoup les quotes-parts des pays intéressés, et a été essentiellement financée grâce à des arrangements spéciaux conclus selon des procédures de financement d'urgence arrêtées après la crise mexicaine, alors que l'on pensait que "le recours à ces procédures [serait] rare et que le FMI ne jouera[it] qu'un rôle de catalyseur" 3/. Avec l'approfondissement de la crise en Asie de l'Est, le Conseil d'administration du FMI a approuvé, en décembre 1997, la Facilité de réserve supplémentaire créée pour apporter à un pays membre aux prises avec des difficultés de balance des paiements exceptionnelles une aide financière au titre d'un accord de confirmation ou d'un accord élargi assorti d'un haut degré de conditionnalité, pour une période maximale d'un an 4/.

En bonne logique, les DTS pourraient jouer un rôle déterminant dans la création d'un mécanisme faisant office de prêteur de dernier recours, de manière à constituer une véritable monnaie fiduciaire et à occuper une place plus importante dans les réserves mondiales. De fait, dans l'allocation qu'il a prononcée à l'occasion du Sommet social de Copenhague, en mars 1995, alors que la crise mexicaine avait déjà éclaté, le Directeur général du FMI a estimé que si l'on voulait véritablement "guérir" les crises, il fallait "convaincre [les] pays membres de maintenir au niveau du FMI des ressources qui lui permettent d'endiguer à l'avenir des crises similaires", et a ajouté que cela impliquerait, notamment, la décision d'approfondir la réflexion sur "l'utilisation qui pourrait être faite du DTS pour mettre en place un filet de sécurité de dernier recours pour le système financier mondial" 5/. Une telle évolution exigerait une modification des Statuts du Fonds monétaire et pourrait se heurter à une opposition de la part de quelques grands pays industriels. Comme on juge important que le FMI reste essentiellement une institution établie sur la base de quotes-parts, un financement par des émissions d'obligations auxquelles procéderait cette institution est également exclu. Il ne reste donc comme sources possibles de financement que les ressources normales du Fonds monétaire, auxquelles s'ajoutent celles qu'il peut se procurer par l'emprunt. Or ces ressources additionnées ne fourniraient pas, à elles seules, des moyens de financement d'un volume comparable à celui que le FMI et d'autres sources ont dégagé, lors des crises qui ont récemment secoué le Mexique et l'Asie de l'Est.

Les opérations de sauvetage conduites par le FMI continueront donc d'être tributaires d'arrangements conclus dans chaque cas avec les grands pays industriels. Etant donné que la répartition des charges est exigée avec plus d'insistance tandis que l'on se préoccupe davantage de l'aléa moral, étant donné aussi que l'envergure de telles opérations et les risques en jeu ne cessent de croître, eux aussi, rien ne garantit que l'on trouvera toujours, à l'avenir, les fonds nécessaires. Les critiques dénoncent de plus en plus l'absence de transparence inhérente à ces opérations. En outre, le risque de défaut de paiement à l'égard des pays qui fournissent les fonds nécessaires aux opérations de sauvetage est aussi source de préoccupation. Si le Mexique a été en mesure de rembourser rapidement la dette qu'il avait contractée à l'égard des Etats-Unis dans le cadre de l'opération de sauvetage, en la refinançant sur les marchés internationaux de capitaux, rien ne garantit que d'autres emprunteurs en difficulté en seront également capables. On peut donc se demander s'il n'y aurait pas moyen de réaliser cette transformation de la dette extérieure sans passer par les opérations de sauvetage du FMI ni créer de risques pour les contribuables des pays créanciers 6/. A cet égard, le recours aux principes applicables en cas d'insolvabilité, examinés ci-dessous, peut constituer une bonne solution de rechange.

## 5. Procédures applicables en cas d'insolvabilité et crises internationales de la dette

### a) Principes applicables en cas d'insolvabilité

Analysant la crise de l'endettement des années 80, il y a plus de dix ans, le Secrétariat de la CNUCED présentait comme suit le principal dilemme devant lequel se trouvent les pays débiteurs :

En l'absence d'un système impartial et bien charpenté pour résoudre les problèmes internationaux d'endettement, les débiteurs internationaux courent le danger - qui s'est déjà en partie concrétisé - d'être doublement pénalisés : non seulement ils risquent d'être marqués (et sont d'ailleurs souvent déjà marqués) des "stigmates" économiques et financiers d'une faillite de fait, avec toutes les conséquences que cela entraîne pour leur réputation de solvabilité et leur accès aux sources de fonds, mais encore ils ne peuvent guère bénéficier des allègements financiers et des possibilités de redressement qu'offrirait un règlement judiciaire du type prévu par le Code des faillites des Etats-Unis 7/.

Les procédures applicables en cas de faillite conviennent particulièrement aux crises internationales de la dette résultant de problèmes de liquidités, parce que l'objectif qu'elles visent est la restructuration financière, non la liquidation. Dans le Code des faillites des Etats-Unis, elles sont fondées sur le postulat selon lequel la valeur de l'entreprise comme "affaire qui marche" est supérieure à la valeur de ses actifs en cas de liquidation. Elles ne comportent pas la désignation d'un syndic de faillite ou d'un administrateur judiciaire chargé de l'administration des affaires du débiteur, et les débiteurs sont généralement laissés en possession de leurs biens, avec tous les pouvoirs d'un administrateur 8/. L'objet de ces procédures est de faciliter un réaménagement méthodique en trois stades.

Tout d'abord, elles prévoient un gel automatique du service de la dette, afin de donner au débiteur-administrateur "le temps de souffler" puisque ses créanciers ne pourront tenter ni poursuivre d'actions contre lui, ni obtenir

le paiement forcé des sommes dues. Cette suspension automatique permet d'éviter que les créanciers ne "se ruent à la curée", ce qui serait préjudiciable tant au débiteur qu'aux créanciers en tant que groupe. Elle donne au débiteur la possibilité de formuler un plan de réorganisation et assure que les créanciers soient traités également. Le dépôt d'une demande d'ouverture d'une procédure de faillite (requête en faillite) arrête également le cours de toutes les créances sur le débiteur : les droits sur les intérêts non échus de la dette antérieure à la requête sont suspendus à la date du dépôt de la requête, et les créanciers ne peuvent les faire valoir à l'encontre du débiteur.

Dans une deuxième phase, entre le dépôt de la requête en faillite et la fin de l'état de faillite par la réorganisation des affaires du débiteur, le Code assure que le débiteur pourra se procurer le fonds de roulement dont il a besoin pour continuer ses opérations. Pour cela, il octroie un rang privilégié aux créances nées après le dépôt de la requête en faillite. L'octroi de moyens financiers au débiteur-administrateur n'a pas à être autorisé par les créanciers existants. Il est approuvé dès lors que l'on estime que la poursuite des opérations de l'entreprise en augmentera la valeur.

La phase finale est celle de la réorganisation de l'actif et du passif du débiteur ainsi que de ses opérations. Le Code décourage les réticences que pourrait manifester telle ou telle catégorie de créanciers et accélère le processus vers une résolution rapide. Un plan n'a pas besoin d'être approuvé à l'unanimité par les créanciers (il suffit qu'il le soit par ceux qui détiennent le moitié du nombre et les deux tiers du montant des créances), et le débiteur peut s'adresser au tribunal pour faire approuver son plan de réorganisation et le faire imposer à des créanciers.

Ces procédures ne sont pas appliquées dans le seul cas de dettes privées. Le chapitre 9 du Code traite des débiteurs publics (municipalités) et applique les mêmes principes que le chapitre 11. La récente restructuration réussie de la dette du Comté d'Orange s'est faite en vertu du chapitre 9. On trouve des dispositions comparables dans la plupart des autres pays industriels. S'ils ne vont pas toujours aussi loin dans la protection des intérêts et des besoins du débiteur, ils ne font pas preuve non plus d'un formalisme juridique rigide qui ne s'attacherait qu'à satisfaire à tout prix les intérêts des créanciers 9/.

#### **b) Application à l'échelon international**

Les débiteurs privés internationaux peuvent bénéficier d'une protection en cas d'insolvabilité sous réserve que des dispositions à cet effet soient incluses dans les contrats qu'ils ont conclus avec leurs créanciers, encore que l'application de ces dispositions mette en jeu un certain nombre de questions de droit complexes, comme la détermination du droit applicable et du tribunal compétent, et l'exécution 10/. Toutefois, en cas de crise des paiements extérieurs, ce type de protection n'est pas d'un grand secours pour le pays débiteur, même si la plus grande partie de sa dette extérieure consiste en engagements de banques et d'entreprises privées. Si les débiteurs sont nombreux, il est très difficile de mettre en route une procédure de règlement judiciaire contre chacun d'entre eux de manière à interrompre la ruée des créanciers sur les banques. De plus, comme en Asie de l'Est, il se peut que la plupart des débiteurs privés soient solvables et, de ce fait, peu enclins à déposer leur bilan, mais que le pays n'ait pas de réserves suffisantes pour satisfaire la demande de devises 11/. Toutefois, comme on l'a noté plus haut, les retraits massifs des créanciers peuvent rendre insolubles de tels débiteurs, et ce

danger est plus grave lorsque la dette extérieure consiste en engagements du secteur privé et que les contrôles des changes ont été démantelés. Lorsqu'il s'agit de dette souveraine, la ruée des créanciers sur les banques est limitée et les contrôles des changes peuvent contribuer à restreindre le désengagement des résidents par rapport aux actifs en monnaie nationale. Il appartient aux pouvoirs publics de prendre des mesures pour assurer le type de protection que les procédures applicables en cas d'insolvabilité peuvent procurer, en particulier le gel des remboursements.

Toutefois, les pratiques judiciaires et les politiques gouvernementales en vigueur dans les principaux pays industriels ne permettent pas aux gouvernements débiteurs de bénéficier de dispositions de gel des remboursements dans le cas d'obligations extérieures (voir l'encadré 4). Dans ce contexte, on peut se demander si les dispositions pertinentes des Statuts du FMI peuvent être considérées comme autorisant les gouvernements débiteurs à agir par le moyen de contrôles des changes. Les dispositions les plus pertinentes à cet égard sont celles de la section 2 b) de l'article VIII :

Les contrats de change qui mettent en cause la monnaie d'un Etat membre et sont contraires à la réglementation des changes que cet Etat membre maintient en vigueur ou qu'il a introduite en conformité avec les présents Statuts ne sont pas exécutoires sur les territoires des autres Etats membres. En outre, les Etats membres peuvent, par accord mutuel, coopérer à des mesures destinées à rendre plus efficace la réglementation des changes de l'un d'eux, à condition que ces mesures et réglementations soient compatibles avec les présents Statuts.

Ce texte a donné lieu à un certain nombre d'interprétations différentes et antagonistes 12/. Pour certains, il autorise les gouvernements à prendre des mesures unilatérales visant au gel des remboursements, puisqu'en vertu de la section 3 de l'article VI, les membres sont libres d'imposer des contrôles des transferts de capitaux sans l'autorisation du FMI. Les tribunaux des pays membres ne peuvent refuser d'admettre la validité de tels contrôles s'ils sont compatibles avec les Statuts. Il s'ensuit donc que dès lors qu'une suspension du service de la dette aurait été instituée dans le cadre de contrôles des changes approuvés par le FMI, il ne serait possible d'exiger devant les tribunaux d'aucun membre du FMI l'exécution des contrats liés à l'endettement.

Selon d'autres, tel n'était pas l'objet initial de la disposition en question. De fait, il y a bien des ambiguïtés dans des notions comme le contrôle des changes et les contrats de change, ce qui permet différentes interprétations. Si les tribunaux français semblent favoriser une interprétation plus large, ceux des Etats-Unis et du Royaume-Uni tendent à définir les contrats de change comme étant seulement les contrats ayant pour objectif immédiat l'échange de moyens internationaux de paiement, et non tout contrat ayant des répercussions sur les réserves en devises d'un pays. Par conséquent, si l'on se range à cette interprétation, les accords internationaux de prêt ne sont pas des "contrats de change" et n'entrent donc pas dans le champ d'application de l'article cité 13/.

Encadré 4

DECISIONS DE TRIBUNAUX DES ETATS-UNIS CONCERNANT L'APPLICATION DU CHAPITRE 11  
DU CODE DES FAILLITES EN CAS DE DETTE INTERNATIONALE

En 1982, des difficultés de paiement ont amené le Gouvernement costaricien à suspendre le service de sa dette assuré par trois banques à capitaux publics. Initialement, l'affaire mise en route par les créanciers devant le Tribunal de district de New York, en 1983, a été classée, au motif que les mesures prises par le Gouvernement costaricien constituaient un acte de gouvernement - c'est-à-dire, qu'il s'agissait de mesures "gouvernementales" (et non commerciales) - tant par leur nature que par leur objet 1/. La Cour d'appel a confirmé cette décision, mais en se fondant sur des motifs différents, à savoir que les mesures prises étaient conformes à la législation et à la politique des Etats-Unis, eu égard en particulier au chapitre 11 du Code des faillites. Elle a décidé qu'en prenant les mesures incriminées, le Costa Rica "n'a[vait] pas voulu répudier sa dette, mais simplement en différer le remboursement et en même temps renégocier ses obligations en toute bonne foi", et que ces mesures étaient "pleinement conforme[s] à l'esprit des lois sur la faillite, dont toutes les nations civilisées reconnaissent qu'elles ont force obligatoire à l'égard des sujets de droit", ce qui a donné lieu à diverses observations dans la presse financière, comme, par exemple, que New York était "une place peu sûre pour les accords de prêts" 2/.

Toutefois, ayant été "informée sans ménagement par le Gouvernement des Etats-Unis que sa décision antérieure avait interprété à tort la politique des Etats-Unis comme allant dans le sens de l'application des décrets du Costa Rica" 3/, cette même Cour a procédé à une nouvelle audition de l'affaire et annulé son jugement antérieur. Elle a décidé que l'exposé explicatif présenté par le Département de la justice établissait clairement que le Gouvernement américain était favorable à "la politique de réaménagement de la dette menée sous les auspices du Fonds monétaire international", et que "les mesures prises par le Costa Rica pour restructurer unilatéralement des obligations privées n'étaient pas conformes à ce système de coopération et de négociation internationales ni, par conséquent, à la politique des Etats-Unis".

La décision finale établissait, en fait, que pour que les gouvernements étrangers puissent bénéficier de la protection accordée en cas d'insolvabilité devant les tribunaux des Etats-Unis, les mesures prises par eux devaient être conformes non seulement à la législation mais aussi à la politique des Etats-Unis en matière de restructuration de la dette internationale. A la suite de cette décision, on a pu faire remarquer, par exemple, que "les doctrines acceptées aux Etats-Unis pourraient difficilement justifier la création de ce qui équivalait, en fait, à un code de pratique international en matière de faillite, alors qu'il n'existait aucun texte de loi ni autre disposition qui en serait le fondement juridique ...En l'absence de principes directeurs quant à ce qui constituait une renégociation de bonne foi de dette souveraine, la suspension des moyens de recours ouverts aux créanciers



Encadré 4 (suite)

pourrait donner à un Etat étranger la possibilité de prendre des décisions unilatérales et arbitraires touchant directement les banques américaines et indirectement la stabilité du système bancaire américain" 4/.

---

1/ Pour un examen détaillé de cette affaire, voir L.C. Buchheit, "Act of State and Comity: Recent developments", dans Sassoon et Bradlow, op. cit.; et Rapport sur le commerce et le développement, 1986, encadré 6. Les citations et décisions des tribunaux sont reprises de ces deux sources.

2/ Financial Times, 24 mai 1984.

3/ Buchheit, op. cit., p. 103.

4/ Ibid., p. 102.

En pratique, les gouvernements sont peu enclins à recourir à la suspension unilatérale du service de la dette ou au contrôle des changes, même dans le cas extrême de panique sur les marchés financiers. Les raisons avancées par le FMI sont les suivantes :

Comme il n'existe pas de voies de droit clairement définies et acceptées qui soient applicables à de tels cas, la résolution des problèmes d'endettement par restructuration imposée est nécessairement, dans chaque cas, un processus spécifique aux résultats incertains. Les détenteurs d'obligations peuvent essayer de parer au préjudice subi, individuellement ou de façon coordonnée, en essayant de saisir des actifs des emprunteurs ou en menaçant de désorganiser leurs systèmes d'échanges et de paiements ... Des "resquilleurs" peuvent aussi compromettre n'importe quelle solution négociée en essayant de tenter de recouvrer leurs créances individuelles. De plus, la restructuration de la dette, lorsqu'elle est imposée, en portant atteinte à la réputation de solvabilité, risque d'augmenter le coût de l'accès ultérieur aux marchés internationaux 14/.

Toutefois, le Fonds monétaire reconnaît aussi que "de bonnes raisons économiques et politiques peuvent justifier une restructuration imposée, à l'issue d'un calcul économique qui fait la balance des avantages et des inconvénients entre des coûts futurs de financement plus élevés et la perte sèche que représente un ajustement interne rapide et profond" 15/.

Etant donné les insuffisances des arrangements institutionnels mis en place pour chercher à résoudre les crises de la dette et la capacité croissante qu'ont les marchés financiers d'infliger de graves dommages, la nécessité d'une réforme est désormais de plus en plus généralement reconnue. Comme on l'a vu plus haut, de grosses difficultés s'opposent à ce que l'on ait recours aux procédures nationales applicables en cas d'insolvabilité pour résoudre des crises internationales de la dette. De plus, il serait difficile de calquer sur ces procédures nationales des procédures applicables, à l'échelon international, à des contrats de prêt transfrontières. Il faut aussi reconnaître que la

réorganisation de la dette internationale comporte inévitablement une importante dimension politique. On doit garder tous ces éléments présents à l'esprit lorsque l'on cherche à mettre en place un cadre mondial dans lequel résoudre les problèmes internationaux d'endettement.

Jusqu'à présent, s'agissant de réforme, la réflexion a surtout porté sur la dette souveraine et sur les modalités éventuelles d'application, à l'échelon international, de principes et procédures comme ceux qui sont énoncés au chapitre 11 (ou au chapitre 9) du Code des faillites des Etats-Unis. Une proposition consiste à créer un tribunal international des faillites chargé d'appliquer un "chapitre 11" international, rédigé sous forme de traité international ratifié par tous les membres de l'ONU. Selon cette formule, le tribunal international serait habilité non seulement à imposer une suspension automatique et à permettre au débiteur-administrateur d'avoir une capacité d'emprunt, mais aussi à restructurer la dette et à accorder un allègement de la dette. Des arbitres seraient désignés à la fois par les créanciers et par les débiteurs et, pour que l'impartialité soit assurée, aucun tribunal d'un pays, soit créancier soit débiteur, ne devrait présider les sessions 16/.

Une solution moins ambitieuse et peut-être plus réalisable consisterait à établir un cadre dans lequel on appliquerait aux débiteurs internationaux les principes essentiels relatifs à l'insolvabilité, à savoir le gel des remboursements et l'octroi de moyens de financement au débiteur-administrateur, sans renoncer aux pratiques établies en matière de restructuration de la dette, en particulier aux négociations faisant intervenir le FMI, lequel jouerait un rôle majeur dans l'application des deux principes en question.

Selon une opinion, l'instauration d'un gel des remboursements devrait être sanctionnée par le FMI : "sur décision du Conseil d'administration du FMI, le gouvernement débiteur serait protégé contre toute action d'un créancier tentant d'obtenir immédiatement le recouvrement d'une créance" 17/. Cela exigerait une interprétation large de la section 2 b) de l'article VIII, qui pourrait soit être donnée par le Conseil d'administration du FMI, soit résulter d'une modification des Statuts par laquelle le gel des paiements au titre du service de la dette entrerait dans le champ d'application de l'article VIII. Ce gel pourrait être autorisé dès lors qu'un pays aurait perdu une certaine proportion de ses réserves ou que la valeur de sa monnaie serait tombée au-dessous d'un certain seuil.

Selon une autre opinion, un processus de caractère moins officiel suffirait :

Encourager le FMI à faire connaître au pays débiteur ou à une autre institution qu'une suspension des paiements au titre du service de la dette est justifiée (ou ne l'est pas) lui permettrait de s'acquitter d'une importante fonction indicatrice : un gouvernement recevant l'approbation d'une mesure de gel des paiements ne subirait qu'une atteinte relativement faible à sa réputation; d'autre part, la possibilité de ne pas obtenir l'approbation du Fonds monétaire découragerait les gouvernements de recourir à une mesure de gel pour des raisons stratégiques. Naturellement, le FMI devrait ne faire connaître son avis *ex ante* qu'au gouvernement débiteur et ne partager son opinion avec les marchés qu'*ex post* pour éviter d'inciter à la panique. Une réinterprétation en bonne et due forme de la section 2 b) de l'article VIII soutiendrait le FMI dans ce rôle,

même si elle ne devait pas avoir d'effets de droit devant les tribunaux nationaux 18/.

Toutefois, plusieurs objections fondées sur le risque de conflit d'intérêts ont été soulevées à l'encontre d'une démarche qui donnerait de tels pouvoirs au Fonds monétaire. On a fait valoir que le Conseil d'administration du FMI n'est pas un organe neutre dont on puisse attendre qu'il joue le rôle d'arbitre indépendant, parce que les pays visés par ses décisions sont aussi au nombre de ses contributeurs. De plus, comme le Fonds monétaire lui-même est un créancier et une source d'argent frais, et qu'il est l'autorité imposant une conditionnalité aux pays emprunteurs, il peut y avoir des conflits d'intérêts l'opposant aussi bien aux débiteurs qu'aux autres créanciers 19/.

Une autre procédure consisterait ainsi à établir un groupe d'experts indépendant, chargé de déterminer si, dans le cas d'un pays donné, il est justifié d'imposer en vertu de la section 2 b) de l'article VIII, des restrictions de change aboutissant à un moratoire. Une telle décision devrait avoir force de loi devant les tribunaux nationaux, de façon que le débiteur bénéficie de la protection accordée en cas d'insolvabilité. La décision d'instaurer un moratoire pourrait être prise unilatéralement par le pays débiteur, puis soumise au groupe d'experts pour approbation dans un délai déterminé. Cette procédure contribuerait à éviter d'"inciter à la panique"; elle serait analogue aux mesures de sauvegarde prévues dans le cadre de l'OMC, que les pays sont autorisés à prendre en cas d'urgence.

Il y aurait aussi lieu de conjuguer le gel des paiements extérieurs avec l'octroi de moyens financiers au débiteur-administrateur de manière à permettre au pays débiteur de reconstituer ses réserves et de disposer d'un fonds de roulement. Cela voudrait dire que les prêts du FMI contribueraient à augmenter les arriérés. Le volume des fonds requis pour de tels financements d'urgence serait bien inférieur à celui des opérations de renflouement. De plus, le Fonds monétaire pourrait continuer à organiser des financements d'urgence accordés par les marchés privés de capitaux dont la créance serait privilégiée.

En ce qui concerne la dette souveraine à l'égard de créanciers privés, la réorganisation pourrait être menée à bien par le moyen de négociations avec les créanciers; le FMI pourrait continuer de jouer un rôle important en fournissant un cadre dans lequel amener à la table des négociations tous les créanciers et le gouvernement débiteur. Des dispositions particulières pourraient se révéler nécessaires pour les obligations, qui sont souvent plus difficiles à restructurer. En ce qui concerne la dette privée, des négociations avec les créanciers privés pourraient être amorcées dès après l'instauration du gel des remboursements. Des procédures judiciaires pourraient également être mises en route à l'égard de débiteurs individuels, selon le droit applicable à chaque contrat et le tribunal compétent. Leur déroulement serait grandement facilité par l'existence, dans les pays débiteurs, de véritables procédures de faillite.

Lors de précédentes crises de l'endettement, les règlements négociés ont souvent abouti à une socialisation de la dette, privée, les gouvernements des pays en développement ayant été contraints de prendre à leur charge les pertes relatives aux prêts 20/. Une telle socialisation entraîne non seulement une redistribution régressive de la richesse dans le pays débiteur, mais aussi un aléa moral tant pour les débiteurs privés que pour les créanciers. La suspension automatique, associée à l'octroi de moyens de financement au débiteur-administrateur, pourrait contribuer à atténuer de telles pressions.

Il y aurait encore, certes, un certain nombre de questions à régler avant de mettre en place des procédures de nature à protéger les débiteurs des conséquences de désengagements massifs et précipités et à leur permettre de poursuivre leurs opérations sans créer d'aléa moral ni de possibilité d'abus des contrôles des changes. La récente crise intervenue en Asie de l'Est a montré, une fois de plus, combien il est nécessaire de protéger les pays débiteurs de la réaction disproportionnée des marchés financiers, "[d'une manière] pleinement conforme à l'esprit des lois sur la faillite, dont toutes les nations civilisées reconnaissent qu'elles ont force obligatoire à l'égard des sujets de droit" (voir l'encadré 4) 21/. L'adoption du principe de la suspension automatique à l'égard des créanciers et des investisseurs internationaux est certainement l'une des mesures les plus utiles qui puissent être prises à cet égard.

### C. Prévention des crises financières

#### 1. Surveillance mondiale

La surveillance mondiale n'a pas permis jusqu'à présent d'éviter les crises financières internationales. Cela tient en partie à ce que les procédures n'ont été adaptées que tardivement et partiellement aux problèmes posés par la libre circulation de grandes quantités de capitaux privés. Mais cela tient peut-être surtout au caractère déséquilibré de ces procédures qui ne prennent pas suffisamment en compte l'incidence excessive sur l'économie mondiale des politiques monétaires poursuivies par quelques pays de l'OCDE.

Etant donné la taille croissante des marchés financiers et leur intégration de plus en plus étroite, chaque crise financière majeure a désormais un retentissement mondial. La prévention des crises est donc l'affaire non seulement des pays directement concernés, mais aussi de tous ceux qui, en raison de leur intégration dans le système commercial et financier international, peuvent être touchés de diverses façons. Comme cela a été dit précédemment, la contagion peut se faire par des voies multiples, notamment celles qu'offrent l'interdépendance des institutions financières et des marchés en termes de liquidités et de crédits, l'anticipation de dévaluations compétitives et l'évolution de la perception des risques liés à certains types de marchés. Une surveillance mondiale des politiques nationales est donc indispensable pour assurer la stabilité et l'équilibre à long terme des taux de change et des balances des paiements.

Mais les crises financières n'ont pas toujours des causes endogènes. Comme cela a été dit dans le chapitre précédent, elles sont souvent liées à la détérioration des indicateurs macro-économiques hors des pays où elles se manifestent en premier. Ce fut le cas de la crise de la dette dans les années 80 et aussi de la crise financière en Asie. La première avait ses origines dans la réorientation des politiques macro-économiques des principaux pays membres de l'OCDE face aux tensions inflationnistes. La divergence des politiques monétaires et budgétaires poursuivies aux Etats-Unis, l'une étant restrictive et l'autre expansionniste, conjuguée à la tendance déflationniste des politiques macro-économiques des autres grands pays industriels, a entraîné une forte augmentation des taux d'intérêt aux Etats-Unis et une appréciation du dollar, ce qui a largement contribué au déclenchement de la crise de l'endettement des pays en développement 22/. Les causes de la crise asiatique sont analogues. Au début des années 90, les capitaux ont commencé à affluer vers les pays d'Asie de l'Est (finançant largement leurs déficits courants) à la faveur de l'assouplissement des conditions monétaires dans les principaux pays de l'OCDE et du maintien de

taux d'intérêt élevés et de taux de change relativement stables dans les pays asiatiques. Ces capitaux ont ensuite reflué, là encore sous l'effet des fluctuations des taux de change et des conditions monétaires aux Etats-Unis et au Japon. L'évolution de la situation monétaire aux Etats-Unis explique aussi dans une large mesure les fluctuations des apports de capitaux privés en Amérique latine. Plusieurs autres exemples récents illustrent également l'influence des facteurs externes sur les mouvements de capitaux et les marchés des changes. L'analyse économétrique montre même que les facteurs externes ont joué un rôle presque aussi important que les facteurs internes dans l'accroissement rapide des flux de capitaux en direction de l'Amérique latine au début des années 90 23/.

Le champ de la surveillance du FMI, tel qu'il est défini officiellement, est limité aux politiques de change, l'accent étant mis principalement sur le maintien de l'équilibre des taux de change et des balances des paiements et sur l'adéquation des politiques économiques poursuivies par les pays membres. Mais le rôle du Fonds dans ce domaine s'est peu à peu élargi. Les principes énoncés en 1977 faisaient expressément référence à l'obligation de chaque membre de ne pas manipuler les taux de change ou le système monétaire international afin de s'assurer un avantage compétitif inéquitable vis-à-vis d'autres membres 24/. Dans les années 80, les principaux membres du FMI se sont de nouveau prononcés en faveur d'une interprétation plus large, reconnaissant que, pour surveiller efficacement les taux de change, il fallait évaluer l'ensemble des politiques qui influent sur le commerce, les mouvements de capitaux, l'ajustement extérieur et le bon fonctionnement du système monétaire international 25/.

Toutefois, les modalités de la surveillance du FMI ne permettent pas de réagir aux chocs unidirectionnels résultant des modifications des politiques monétaire et de change des Etats-Unis et de quelques autres pays de l'OCDE, qui exercent une grande influence sur la compétitivité internationale et sur les mouvements de capitaux. Sans les incitations et les procédures d'exécution liées au processus d'examen par les pairs dans le cadre de la surveillance du FMI, les autres pays ne disposent d'aucun mécanisme de recours ou de règlement des différends dans le système actuel de gestion économique mondiale. A cet égard, la gestion du système financier international a des progrès à faire par rapport à celle du système commercial, pour lequel il existe des mécanismes de ce genre dans le cadre de l'OMC 26/.

Le Comité intérimaire a reconnu qu'il fallait renforcer la surveillance du FMI pour faire face aux conséquences de l'intégration mondiale des systèmes financiers et des crises financières récurrentes. Par exemple, à sa réunion d'avril 1998, il est convenu que le Fonds devait renforcer sa surveillance sur le système financier et les mouvements de capitaux en accordant une attention particulière à l'interdépendance des politiques et aux risques de contagion, et en veillant à tenir pleinement compte de l'opinion et des perspectives des marchés. Il s'est référé plus particulièrement aux risques liés à un revirement brutal des flux de capitaux et a encouragé le Fonds monétaire et la Banque mondiale à redoubler d'efforts pour aider les pays membres à consolider leurs secteurs financiers; il a souligné aussi qu'il fallait améliorer la communication entre le FMI et ses membres, et, à cet égard, il a demandé au Conseil d'administration d'établir une procédure de "riposte graduée", afin de donner des avertissements de plus en plus fermes aux pays dont il juge que la politique économique s'écarte sérieusement de la bonne voie 27/.

Toutefois, bien que l'interdépendance des politiques ait été évoquée, il n'est pas certain que ces propositions permettent de remédier aux déficiences résultant du déséquilibre des procédures actuelles. L'attention reste centrée sur les causes internes de la fragilité du système financier et des crises financières, au lieu de se porter sur l'influence exogène des politiques monétaires et de change adoptées par les grands pays industriels.

De surcroît, même dans les limites actuelles de la surveillance qu'il exerce, le FMI n'a pas toujours su déceler les signes de fragilité et de vulnérabilité du système financier. L'expérience récente amène donc à poser plusieurs questions au sujet de la direction à imprimer à une stratégie concrète de surveillance au titre de l'article IV, afin de donner suite aux recommandations du Comité intérimaire :

- Dans le cadre de cette surveillance, peut-on miser sur l'amélioration des moyens de détection des facteurs susceptibles de provoquer une crise financière, dans un monde où les mouvements de capitaux sont de plus en plus libres ? 28/
- Si ces moyens font défaut, ne serait-il pas préférable de miser davantage sur le contrôle des mouvements de capitaux et sur d'autres mesures nationales visant les avoirs et les engagements extérieurs (comme celles qui sont examinées au paragraphe 5) ?
- Si cette dernière approche était adoptée, ne faudrait-il pas élaborer de nouvelles directives concernant la surveillance du FMI, qui spécifieraient les circonstances dans lesquelles il devrait effectivement recommander l'imposition ou le renforcement du contrôle des mouvements de capitaux ?
- Dans quelle mesure faudrait-il étendre la surveillance du FMI à des domaines comme la réglementation financière ou les normes en matière d'information financière et de comptabilité ?
- Quel devrait être le lien entre la surveillance des politiques par le FMI et les procédures de consultation et de collaboration des organismes régionaux, qui comprendront probablement dans l'avenir, outre les accords existants, comme ceux de l'UE, de nouveaux accords entre pays en développement, dont un exemple est donné plus loin au paragraphe 7 ?
- Enfin, comment assurer la mise en oeuvre plus efficace des recommandations formulées dans le cadre de cette surveillance ?

Ces questions sont complexes car elles ont trait non seulement à l'élaboration d'un cadre approprié et au développement des compétences techniques, mais aussi à la répartition des pouvoirs et des responsabilités dans des domaines où interviennent déjà des organismes multilatéraux autres que le FMI.

## 2. Information et transparence

La crise financière asiatique a accéléré l'adoption d'initiatives visant à améliorer la rapidité et la qualité de l'information sur les paramètres macro-économiques fondamentaux et la publication de données financières par les banques et les établissements non financiers. L'amélioration de l'information occupe une place centrale dans les propositions que le Comité intérimaire du FMI

a faites en avril 1998 en vue de consolider l'architecture du système monétaire international.

La principale initiative du FMI dans ce domaine consiste en l'adoption de la Norme spéciale de diffusion des données (NSDD), établie en avril 1996 pour guider les pays membres qui veulent obtenir ou conserver l'accès aux marchés financiers internationaux dans la publication d'informations économiques et financières. On pensait alors que les règles plus strictes associées à la NSDD serviraient de dispositif d'alerte rapide pour prévenir les crises financières. Mais en tout état de cause, ce dispositif n'a pas fonctionné dans le cas de la crise asiatique.

Les pays qui souscrivent à la NSDD s'engagent à respecter certaines normes en matière d'information portant sur quatre points : portée, périodicité et rapidité; accès du public; intégrité des données; et exactitude. Les données à diffuser concernent la comptabilité nationale, la production, les conditions sur le marché du travail, les prix, les déterminants et les principaux éléments du solde budgétaire et de la dette publique, les comptes de la banque centrale et du secteur financier (comprenant les agrégats monétaires et le crédit), les taux d'intérêt et les prix des actions, la balance des paiements et les réserves de change, l'investissement international et les taux de change au comptant et à terme. En avril 1998, le Comité intérimaire, manifestement préoccupé par le rôle présumé des imperfections de l'information dans la crise asiatique, a proposé d'élargir la NSDD afin qu'elle recouvre d'autres données financières, notamment celles qui se rapportent aux réserves nettes (compte tenu des engagements de la banque centrale au titre des opérations à terme et des opérations sur produits dérivés), à la dette (en particulier la dette à court terme) et aux indicateurs de stabilité du secteur financier.

Si des initiatives comme la NSDD permettent aux investisseurs et aux décideurs d'obtenir en temps voulu des informations supplémentaires plus fiables, il semble déplacé ou excessif d'affirmer que le manque d'informations est la principale raison pour laquelle la crise asiatique n'a pas été prévue. En effet, on disposait généralement de données sur les paramètres fondamentaux des pays concernés, notamment sur leur balance des paiements, sur leur dette extérieure à court et à long terme et leurs avoirs extérieurs nets (ces données figuraient en particulier dans les rapports périodiques de la Banque des règlements internationaux (BRI) sur les prêts bancaires internationaux), sur les entrées de capitaux dans ces pays, sur les engagements des banques et des autres établissements financiers dans les différents secteurs ou branches d'activité, sur les problèmes du secteur immobilier, et (dans le cas de la République de Corée) sur la précarité des bilans et la faible rentabilité récente de nombreux établissements non financiers. La crise a révélé des lacunes dans les informations dont disposaient les gouvernements pour gérer les flux de capitaux et la dette extérieure : dans certains cas, les données disponibles ne permettaient pas de connaître exactement l'ampleur et la nature des engagements des banques asiatiques dans les autres pays de la région ou le pays représentant le risque ultime dans les opérations de prêt interbancaires internationales auxquelles ces banques étaient associées. Mais si la crise n'a pas été prévue, ce n'est pas essentiellement à cause de ces lacunes. C'est plutôt parce que l'on n'avait pas évalué convenablement ce que les informations disponibles impliquaient quant à la capacité des pays de continuer à lever des fonds sur les marchés internationaux.

Il convient de souligner par ailleurs que l'accès plus rapide aux informations macro-économiques et financières peut être en soi un facteur d'instabilité. La diffusion générale de données à jour (notamment sur des événements défavorables affectant les avoirs et les engagements extérieurs des pays) peut en fait accroître la volatilité des mouvements de capitaux. Si l'on devait décider en conséquence de restreindre l'accès à ces informations pour éviter cette volatilité, cela pourrait amener à faire un choix difficile, et peut-être injuste, pour décider qui bénéficierait de ces informations.

La crise asiatique a aussi attiré l'attention sur l'importance des normes de comptabilité et d'information financière. Des efforts dans ce domaine avaient déjà été entrepris avant la crise pour assainir les marchés financiers, en Asie et dans d'autres régions. La crise a donné une nouvelle impulsion à ce processus, en particulier dans le cadre du renforcement de la réglementation et du contrôle bancaires, qui suppose un bon système de comptabilité et d'information financière.

### 3. Réglementation et contrôle du secteur financier au niveau national

L'évaluation insuffisante de la solvabilité des emprunteurs et les prêts spéculatifs, ainsi que l'incapacité de contrôler le risque de change entre les banques et les autres établissements financiers, ont contribué au déclenchement et à l'ampleur de la crise financière en Asie. L'accumulation de créances douteuses et improductives, conjuguée, dans certains cas, à la faillite de nombreux établissements financiers, pèsera lourdement sur les budgets publics et freinera l'octroi de prêts pendant encore longtemps. Il est généralement admis qu'une réforme réglementaire est indispensable pour renforcer et restructurer le secteur financier dans la plupart des pays touchés par la crise. Mais cela n'est pas un moyen infaillible pour prévenir les crises financières bien que cela puisse en limiter à la fois la probabilité et les effets.

Au cours des dernières années, de nombreux pays ont entrepris de réformer et renforcer leur réglementation financière, et, simultanément, les initiatives internationales visant à relever les normes et à améliorer la coopération entre organismes de contrôle se sont multipliées. Ces efforts ont été motivés dans une large mesure par les préoccupations exprimées au sujet de la libéralisation et de l'intégration mondiale des secteurs financiers. D'une part, la diversification des services et l'intensification de la concurrence liées à la libéralisation ont exposé les établissements financiers à des risques plus élevés, ce qui a nécessité le remaniement de leurs systèmes de contrôle interne parallèlement à la réforme de la réglementation. D'autre part, l'intégration financière mondiale a considérablement accru l'influence réciproque entre les pays des facteurs financiers et macro-économiques internes et a augmenté les risques de propagation hors des frontières de phénomènes déstabilisateurs. Cela s'est manifesté de diverses façons depuis le début des années 70. Par exemple, la faillite, en 1974, de deux banques internationales (Bankhaus Herstatt et Franklin National Bank) a montré que la défaillance d'établissements financiers pouvait avoir des retombées par delà les frontières, ce qui a suscité des initiatives internationales en matière de réglementation et de contrôle. Les efforts faits ultérieurement pour renforcer les normes et la coopération internationale dans ce domaine ont aussi été motivés et influencés en partie par la crise de l'endettement des pays en développement dans les années 80 et par la faillite d'établissements financiers comme la Banco Ambrosiano (1982), la Bank of Credit and Commerce International (1991) et la Barings (1995), événements qui



ont révélé chacun à leur façon les insuffisances de la réglementation bancaire et de la coopération transfrontière entre organismes de contrôle.

Les initiatives internationales en matière de réglementation et de contrôle du système financier ont émané essentiellement du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et d'autres organes étroitement liés à la BRI, ainsi que d'autres groupements d'organismes de contrôle, d'associations de bourses et d'organismes de normalisation dans le secteur comptable. Entre autres initiatives, le Comité de Bâle a adopté des principes destinés à garantir le contrôle adéquat de toutes les banques internationales et a prescrit des ratios de fonds propres proportionnels aux risques encourus par les banques; à cet égard, deux accords concernant, l'un, les risques de crédit et, l'autre, les risques de marché, ont été conclus, respectivement en 1988 et en 1996 <sup>29/</sup>. Le Comité de Bâle a aussi accordé une grande attention à l'amélioration des systèmes de contrôle interne des banques et, en collaboration avec l'Organisation internationale des commissions de valeurs, il a élaboré des directives pour la divulgation par les banques et les maisons de titres de leurs transactions et de leurs opérations sur produits dérivés. De plus, le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement a fait plusieurs propositions pour réduire les risques encourus par les établissements financiers en cas de défaut de paiement de la part de leurs contreparties dans des transactions internationales.

Seuls quelques pays participent aux organes rattachés à la BRI qui s'occupent des différents aspects du contrôle bancaire. Des efforts ont cependant été faits pour diffuser les normes établies par le Comité de Bâle auprès d'autres groupes d'organismes de contrôle, et une attention particulière a été accordée récemment à la réglementation et à la surveillance des marchés financiers émergents. Ces efforts ont abouti à la publication récente d'un document intitulé *Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace*, qui a été rédigé en étroite consultation avec les parties intéressées des pays en développement. Ces principes portent en particulier sur les activités bancaires autorisées, sur les critères d'agrément, sur le contrôle de la participation majoritaire au capital des banques, sur la gestion des capitaux et des risques, sur l'octroi de prêts à des personnes physiques ou morales liées, sur les procédures d'enquête sur les clients destinées à empêcher l'utilisation frauduleuse du système bancaire, sur l'information et les méthodes de surveillance efficaces, sur les pouvoirs des organismes de contrôle et sur le contrôle consolidé des banques internationales. Mais il faut du temps pour instaurer des normes plus strictes dans ce domaine et il est probable que les initiatives prises à cette fin au niveau international ne porteront pas leurs fruits dans l'immédiat. Qui plus est, la coopération internationale dans ce domaine est encore partielle, ce qui en réduit l'efficacité : elle n'englobe pas encore toutes les places financières offshore, ni d'autres acteurs de plus en plus importants sur les marchés financiers internationaux, comme les fonds de placement. De surcroît, les organismes de contrôle sont encore en train de mettre en place les réseaux de coopération et d'échange d'informations qui sont nécessaires pour l'application efficace des accords internationaux.

Une réglementation financière plus stricte peut au mieux réduire le risque de crise financière. Mais elle ne peut pas l'éliminer complètement, comme en témoigne la survenue périodique de crises bancaires depuis le début des années 80 dans des pays industriels comme les Etats-Unis, le Royaume-Uni et certains pays scandinaves. Cela tient en partie aux imperfections du processus réglementaire lui-même, qui n'évolue pas aussi rapidement que les pratiques des

établissements financiers, et à la difficulté d'imposer aux établissements des règles transparentes 30/. Mais, pour améliorer l'efficacité de la réglementation, il faudrait peut-être surtout éviter de qualifier de "bons" les prêts et les autres actifs inscrits dans le bilan des banques. Même si la décision d'accorder un prêt est judicieuse et même si les autorités de contrôle ont eu raison de le considérer comme peu risqué, la qualité du prêt peut toujours se détériorer par la suite. L'évolution défavorable des conditions macro-économiques (d'origine externe ou interne) est à cet égard un facteur fréquemment cité. Il y a lieu de penser que la détérioration de la qualité de nombreux prêts est en fait inhérente au processus d'expansion et de contraction souvent associé aux crises financières. Pendant ce processus, les risques s'accroissent lentement avant de se révéler au grand jour. Il se peut même que la qualité d'un prêt soit confirmée, voire renforcée momentanément par les effets sur les valeurs de l'expansion excessive du crédit, dont il est une composante. Pendant une phase d'expansion, les spéculateurs ne sont pas les seuls à agir par mimétisme. En conséquence, "la concurrence basée sur le risque plonge l'ensemble du système dans le surendettement" 31/, mais la capacité excédentaire générée par l'expansion elle-même (phénomène abondamment illustré lors de la crise des sociétés d'épargne et de crédit aux Etats-Unis, dont il est question dans l'annexe du chapitre III) et la vulnérabilité financière des établissements finissent par apparaître, souvent en liaison avec une hausse des taux d'intérêt ou un ralentissement de l'activité économique.

Les spécialistes reconnaissent en général que la contribution de la réglementation financière à la prévention des crises a des limites 32/; c'est pourquoi ils considèrent que ses principaux objectifs sont plutôt d'atténuer les problèmes de liquidité et de solvabilité des établissements financiers, de protéger les déposants et de prévenir les risques systémiques liés aux effets de contagion. Cela ne signifie pas que la réglementation conjuguée à des incitations et à des contrôles internes ne permet pas d'accroître la sécurité des établissements financiers. L'imposition de ratios de fonds propres proportionnels aux risques de crédit et de marché peut améliorer la qualité des prêts et la gestion des portefeuilles et peut amener à une tarification plus juste des services fournis. Mais, comme cela devrait ressortir de l'argument précité, certains des risques auxquels les établissements financiers sont exposés découlent de circonstances sur lesquelles ils n'ont pas ou presque pas de prise. Une réglementation financière rigoureuse assure aux établissements et au système financier dans son ensemble une protection contre ces risques, mais, comme le montre l'expérience, cette protection n'est que partielle.

Si le secteur financier n'est pas à l'abri des risques lorsqu'il est soumis à une réglementation et à un contrôle relativement stricts, il en va de même à plus forte raison lorsqu'il est moins strictement réglementé, comme c'est le cas dans la plupart des pays en développement, où le secteur financier est très vulnérable, comme le montrent certains des exemples cités au chapitre III, et où il est souvent exposé à des chocs macro-économiques plus violents que dans les pays industriels 33/, dont il est parfois difficile d'atténuer la gravité et la fréquence. Il est certes possible d'améliorer la réglementation et le contrôle en les alignant sur les meilleures pratiques en vigueur (ce qui prend généralement du temps), mais cela n'exclut pas l'éventualité d'une crise.

#### 4. Renforcement du contrôle des prêts et des investissements de portefeuille internationaux

On est en droit de penser que, si l'économie mondiale fonctionnait bien, il n'y aurait pas lieu de soumettre les prêts et les investissements de portefeuille internationaux à des règles ou à des restrictions distinctes de celles qui relèvent de la réglementation prudentielle nationale dans les pays d'origine et les pays bénéficiaires, et de la réglementation des procédures d'émission et de cotation sur les marchés organisés et sur les autres marchés d'actifs et d'instruments financiers. Dans ce cas de figure, les flux de capitaux internationaux seraient étroitement liés aux paiements et au financement du commerce et des investissements internationaux et seraient déterminés par les paramètres économiques des entreprises et des autres bénéficiaires. Mais dans la réalité, il n'en va pas ainsi. Les prêts bancaires et les investissements de portefeuille sous la forme de titres de créance à court terme sont généralement influencés par les marges d'arbitrage de taux d'intérêt, qui reflètent les exigences de la politique monétaire et qui peuvent persister pendant longtemps (avant d'être éliminées par une forte dévaluation), ou par la disparité du traitement réglementaire et fiscal appliqué par les pays aux emprunts extérieurs. De plus, les investissements de portefeuille internationaux sont souvent dictés moins par les perspectives économiques à long terme des entreprises que par l'anticipation de gains ou de pertes à court terme, laquelle est déterminée dans bien des cas par le flux et le reflux de ces investissements mêmes, car l'évolution des cours des actions reflète le décalage entre la capitalisation limitée de nombreux marchés boursiers et le volume considérable des fonds dont disposent les établissements de placement des grands pays industriels. Les liens souvent ténus entre, d'une part, les déterminants des prêts et des investissements de portefeuille internationaux et, d'autre part, les paramètres économiques des pays et des entreprises ont entraîné l'alternance de phases d'expansion et de contraction de ces financements qui présentent de nombreuses analogies avec les fluctuations des prêts bancaires à l'échelon national, décrites dans la section sur la réglementation financière intérieure.

Dans ce système, les risques de perte sont inégalement répartis. En cas de crise, les investisseurs étrangers peuvent enregistrer de fortes moins-values boursières, alors que, bien souvent, les banques ne subissent pas de pertes sur leurs prêts internationaux car elles sont protégées de diverse façons – soit grâce à la protection contre le risque d'insolvabilité que les gouvernements des pays emprunteurs accordent expressément ou non à leurs banques (qui sont souvent les destinataires des fonds empruntés à l'étranger) <sup>34/</sup>, soit grâce à la garantie explicite par l'Etat des dépôts en devises auprès des banques locales, soit par le biais des opérations de renflouement du FMI (comme cela est expliqué au chapitre III).

Les prêts et les investissements de portefeuille internationaux peuvent être contrôlés par le pays d'origine ou par le pays bénéficiaire, ou par les deux à la fois. Le contrôle par le pays bénéficiaire relève du contrôle des opérations en capital, examiné précédemment. Quant au contrôle par le pays d'origine, il est préconisé par ceux qui pensent que les pays bénéficiaires ne doivent pas supporter intégralement la responsabilité et le coût du contrôle et qu'un contrôle à la source permet de réduire davantage le risque de propagation de flux de capitaux déstabilisateurs et de crises financières, même si un contrôle est exercé par les bénéficiaires. De nombreuses propositions ont été faites à cet effet au cours des dernières années. Certaines visaient les prêts

bancaires internationaux, en réaction à la crise de la dette des années 80 35/. Pour limiter le volume excessif de ces prêts, elles préconisent en général le plafonnement de l'endettement extérieur des pays; comme il ne pourrait pas être imposé par des marchés concurrentiels, il faudrait, par exemple, que les banques s'entendent entre elles pour fixer des plafonds de crédit, ou que les prêteurs acceptent les directives d'une institution multilatérale concernant le niveau d'endettement qu'un pays peut supporter. Comme l'on pouvait s'y attendre, la crise financière asiatique a amené à proposer de nouvelles solutions en attirant l'attention sur les flux d'investissements de portefeuille, qui n'avaient pas joué un rôle prépondérant dans la crise de la dette des années 80. L'analyse de ces propositions, présentée dans les paragraphes suivants, aboutit à la conclusion générale que les plus ambitieuses d'entre elles comportent des éléments qui empêchent leur adoption, tandis que celles qui semblent plus réalistes ne seraient pas suffisantes pour éviter aux pays bénéficiaires d'avoir à contrôler les entrées de capitaux.

L'une de ces propositions, qui aurait pour effet subsidiaire d'améliorer le contrôle des prêts internationaux, tend à renforcer radicalement la surveillance des établissements financiers en créant une instance internationale – appelée Conseil de surveillance des institutions et des marchés internationaux – qui serait investie de vastes pouvoirs pour assurer le contrôle et la régulation des activités des banques commerciales, des opérations de marché et des assurances (activités qui relèvent parfois actuellement de conglomérats financiers). Cette instance serait donc habilitée à imposer à toutes les grandes institutions des normes mutuellement acceptables, à établir des règles de transaction, d'information et de publicité uniformes pour garantir la transparence des marchés financiers, et à surveiller de près le fonctionnement des institutions et des marchés 36/. Cela permettrait de résoudre les problèmes dus à la persistance de différences importantes entre les réglementations financières nationales. Comme nous venons de le dire, ces différences sont l'une des causes du gonflement des flux de capitaux sous la forme de prêts bancaires internationaux souvent déconnectés des réalités économiques. Toutefois, malgré les progrès accomplis en vue du renforcement des normes et de la convergence des régimes nationaux, dans le cadre d'initiatives internationales récentes concernant la réglementation et le contrôle du secteur financier, cette proposition semble utopique.

Une autre proposition, davantage axée sur les prêts bancaires internationaux, suggère la création d'une société internationale d'assurance-crédit, qui serait jumelée au FMI 37/. Elle garantirait les prêts internationaux moyennant une petite commission, mais elle fixerait le montant maximum des emprunts qu'elle serait disposée à assurer pour chaque pays, sur la base d'une évaluation des données que le pays serait tenu de lui communiquer au sujet de l'ensemble de ces emprunts. Les pays pourraient ainsi emprunter à des taux d'intérêt peu élevés à concurrence du montant fixé, mais au-delà, les prêteurs se montreraient extrêmement prudents et ne prêteraient qu'à un taux incluant une forte prime de risque (ou refuseraient de prêter). Cela réduirait le risque d'expansion excessive du crédit et, partant, le risque de crise financière.

Cette proposition soulève plusieurs questions concernant la faisabilité du projet, la qualité de la notation des emprunteurs et les pouvoirs qui seraient conférés à une institution de ce genre. La faisabilité ne semble pas poser de problème insurmontable : cela impliquerait l'application plus générale de modalités d'assurance-crédit bien établies, relatives à la définition des critères de risque, à l'évaluation de la solvabilité des emprunteurs sur la base

de ces critères pour fixer le montant des primes, et à l'administration des mécanismes d'assurance. C'est déjà ce que font les organismes de crédit à l'exportation des pays de l' OCDE. La principale différence consisterait dans l'attribution à une seule et même instance des fonctions d'évaluation du risque et de la solvabilité pour les prêts qu'elle se propose d'assurer 38/. L'administration pourrait en fait être confiée à des institutions existantes, comme les organismes de crédit à l'exportation. Mais il n'est pas certain qu'une société internationale d'assurance-crédit puisse élaborer des indicateurs généralement acceptables en l'état actuel des connaissances dans ce domaine. Les résultats de l'évaluation, obtenus par les organismes de notation, de la solvabilité des emprunteurs des pays en développement, donnent une idée des difficultés rencontrées; il est vrai cependant qu'une société d'assurance-crédit ne serait pas tributaire des informations publiées, comme le sont parfois les organismes de notation 39/. Par ailleurs, la surveillance du FMI, qui repose sur une évaluation analogue à certains égards à celle qu'effectuent les organismes de notation, n'a pas toujours permis de déceler des défaillances susceptibles de conduire à des crises financières, et elle montre qu'il est politiquement difficile de rendre publiques les évaluations d'un organisme multilatéral officiel ayant trait à la solvabilité des pays (même si cela conditionne moins leurs possibilités d'emprunt que dans le projet de société internationale d'assurance-crédit). Quoi qu'il en soit, on peut penser que l'obtention d'informations plus exactes sur les emprunteurs permettrait à terme de mieux évaluer la solvabilité des pays 40/. Enfin, en ce qui concerne les pouvoirs à conférer à une société internationale d'assurance-crédit, il semble peu probable qu'un accord international prévoyant l'attribution de ces pouvoirs à un nouvel organisme international ou à un organisme existant puisse être conclu.

Le débat sur le contrôle des prêts bancaires internationaux a porté aussi sur les flux interbancaires. Il est largement admis qu'une surveillance plus étroite de ces flux permettrait aux acteurs financiers de prendre des décisions plus judicieuses et aiderait à améliorer la gestion du système financier international 41/. Mais il est admis aussi que les opérations de prêt interbancaires sont souvent associées à une évaluation moins rigoureuse de la cote de crédit et à des niveaux de fonds propres qui ne reflètent pas convenablement le risque de crédit. C'est ce qui a amené Alan Greenspan à déclarer que les prêts interbancaires internationaux sont un domaine où il faudrait modifier la réglementation pour faire en sorte que le coût de ces prêts pour les banques reflète mieux les risques qui leur sont liés 42/. L'adoption de mesures allant dans ce sens inverserait la tendance à la réduction de ces coûts observée de longue date 43/. Le point de départ pourrait être l'accord de Bâle de 1988 sur la convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres, qui prévoit l'application d'un coefficient de risque peu élevé (20 %) aux créances à échéance résiduelle d'un an au plus sur les banques enregistrées hors de la zone OCDE et à toutes les créances sur les banques enregistrées dans les pays de l'OCDE, aux fins du calcul des ratios de fonds propres. Or, les engagements à court terme des banques internationales ont joué un rôle important dans les récentes crises d'endettement extérieur. Par conséquent, pour renforcer le contrôle des engagements interbancaires internationaux, on pourrait augmenter le coefficient de risque appliqué à ces engagements lors du calcul des ratios de fonds propres.

Cela permettrait aux banques de mieux prendre en compte les risques inhérents à ce type de prêts internationaux, mais ce serait quand même une manière imparfaite d'aborder les problèmes liés aux engagements interbancaires dans des pays dont la cote de crédit est en baisse. Une approche plus souple

consisterait à utiliser les procédures de contrôle bancaire en vigueur dans les pays pour surveiller les engagements extérieurs des banques. Bien souvent, ces procédures confèrent aux autorités de contrôle le pouvoir de fixer le niveau des réserves nécessaires en fonction des engagements extérieurs des banques; elles pourraient donc aisément servir à contrôler plus rigoureusement leurs engagements interbancaires dans des pays à risque (mais, une fois encore, leur efficacité dépendrait de la qualité du système de notation employé par les autorités de contrôle).

Comme cela a déjà été dit, le contrôle des entrées de capitaux, qui a été proposé sous l'influence de la crise asiatique, ne visait pas seulement les prêts bancaires. Il a été proposé notamment d'exiger que les fonds communs de placement en titres émis par des entités de pays en développement constituent des réserves liquides équivalant à une partie du montant de ces titres afin d'accroître la stabilité de ces investissements 44/. Les fonds pourraient puiser dans leurs réserves en cas de forte baisse de la valeur boursière des titres, ce qui les dissuaderait de brader ces derniers afin d'obtenir des liquidités pour rembourser les parts rachetées. En outre, en limitant les rendements spéculatifs des placements sur les marchés émergents, l'obligation de constituer des réserves limiterait aussi le risque de marché, ce qui pourrait accroître l'attrait des fonds de placement pour les investisseurs à long terme.

Le fait d'imposer une telle obligation aux fonds communs de placement marquerait une rupture radicale avec la pratique réglementaire actuelle. De plus, dans le cadre de cette proposition, le montant des réserves liquides obligatoires varierait en fonction de la solvabilité des pays dans lesquels les fonds investissent (ce qui reviendrait à "pondérer les réserves en fonction du risque", selon les termes de l'auteur); cela obligerait à adopter des procédures de surveillance analogues à celles qui existent pour les banques (ainsi qu'un système de notation, ce qui poserait les problèmes mentionnés précédemment).

Malgré les difficultés qu'elle soulève, cette proposition s'attaque à une cause de volatilité d'une catégorie de plus en plus importante de flux financiers vers les marchés émergents. Elle peut donc servir à stimuler le débat sur les autres mesures pouvant être prises à cette fin. Une autre approche pourrait consister, par exemple, à utiliser des commissions de sortie imposées par certains fonds de placement 45/. Comme leur montant varie en fonction de la durée des placements, elles peuvent avoir un effet dissuasif sur les investisseurs en quête de rendements à brève échéance. Si cette approche était jugée appropriée, on pourrait étudier la possibilité d'en généraliser l'application à l'ensemble des fonds communs de placement opérant sur les marchés émergents. Cela aurait l'avantage de reposer sur une pratique actuelle du marché. Il faudrait cependant que les pays où sont domiciliés ces fonds se mettent d'accord pour empêcher leur exode vers les places financières où des commissions de sortie ne sont pas imposées; or, un tel accord ne serait pas facile à trouver.

##### **5. Contrôle des mouvements de capitaux et gestion des avoirs et des engagements extérieurs**

La gestion des avoirs et des engagements extérieurs d'un pays met en jeu d'autres éléments de la politique économique, comme les paramètres macro-économiques, la réglementation et le contrôle du secteur financier et même le gouvernement d'entreprise. L'expérience montre cependant que ces éléments

sont nécessaires mais pas suffisants pour éviter les crises financières. Elle montre aussi que les politiques spécialement axées sur la gestion des avoirs et des engagements extérieurs jouent à cet égard un rôle essentiel - principalement, le contrôle des mouvements de capitaux, mais aussi d'autres mesures destinées à influencer les emprunts, les prêts et la détention de capitaux.

Le contrôle des mouvements de capitaux est imposé, d'une part, dans le cadre de la gestion macro-économique et, d'autre part, pour atteindre des objectifs à long terme liés au développement et à l'autonomie de l'économie nationale. Dans le premier cas, il est appliqué en liaison avec des mesures monétaires et budgétaires qu'il sert à renforcer ou auquel il se substitue lorsque les autorités pensent que le recours à d'autres instruments serait inefficace ou risquerait de provoquer des variations importantes et indésirables de variables essentielles comme les taux d'intérêt et de change. Dans le second cas, le contrôle a pour but d'obliger les résidents à investir dans le pays ou de leur réserver, en partie ou en totalité, certaines activités économiques.

Les transactions en capital qui peuvent être soumises à un contrôle sont multiples et échappent à certains égards à une classification simple. Il est difficile, par exemple, de faire une distinction entre les transactions à court terme et à long terme : s'il est évident que certains actifs ou instruments sont principalement ou exclusivement investis à court terme, d'autres sont utilisés aussi bien pour le court terme que pour le long terme dès lors qu'il existe un marché secondaire liquide 46/. De plus, les distinctions juridiques et administratives introduites dans les régimes de contrôle nationaux ne correspondent pas forcément à la classification conceptuelle utilisée par les économistes (par exemple, la distinction entre investissements directs et investissements de portefeuille). Une liste non exhaustive des transactions en capital pourrait comprendre les investissements directs, les prêts à long terme et à court terme, la détention de biens immobiliers à l'étranger, les émissions nationales ou internationales d'actions et de titres de créance (à échéances courtes, comme les instruments du marché monétaire, ou longues, comme les bons et les obligations), les titres de placements collectifs (comme les parts de fonds communs de placement), les dépôts auprès des banques et des autres établissements financiers, les garanties et les instruments d'appui, les contrats d'assurance-vie, les mouvements de capitaux personnels (dons, dots, héritages), les fonds bloqués détenus par des non-résidents et les instruments dérivés.

En raison des caractéristiques institutionnelles et réglementaires des systèmes financiers et des effets sur les incitations, le contrôle des entrées de capitaux ou des engagements extérieurs peut aussi influencer les sorties de capitaux et les avoirs extérieurs, et vice versa. Cette influence est visible, par exemple, dans le cas des placements de portefeuille et des investissements directs, qui sont nettement influencés par les règles régissant le rapatriement des capitaux. De même, les règles qui touchent à la liberté des entreprises étrangères d'effectuer des investissements à l'extérieur ou à l'intérieur d'un pays influent sur leur décision d'y établir une présence commerciale par le biais d'investissements directs. Plus généralement, les règles relatives aux opérations en capital transfrontières que peuvent effectuer les établissements financiers d'un pays et à l'équilibrage des devises dans lesquelles sont libellés leurs avoirs et leurs engagements influent sur ces capitaux et sur leurs efforts pour les attirer.

Etant donné l'étroite corrélation entre le contrôle des capitaux et certains autres instruments de politique monétaire, le classement des mesures dans l'une ou l'autre catégorie peut avoir un caractère arbitraire. Par exemple, l'obligation faite aux banques de constituer des réserves spéciales pour couvrir leurs engagements envers des non-résidents (mesure souvent mentionnée dans l'analyse qui suit) peut raisonnablement être considérée soit comme un instrument de politique monétaire soit comme une mesure de contrôle des capitaux. De plus, comme cette obligation influe sur la qualité du bilan des établissements financiers, elle peut aussi (et est souvent) considérée comme une mesure "prudentielle". Un double classement serait possible aussi pour les restrictions appliquées aux avoirs ou aux engagements nets des banques en devises.

Dans le passé, le contrôle des mouvements de capitaux était axé principalement sur les opérations transfrontières des résidents et des non-résidents. Mais en raison de la déréglementation et de l'évolution des techniques bancaires qui favorise la diversification des services, les résidents peuvent désormais détenir des comptes et effectuer des opérations en devises, ce qui influe sur les conditions macro-économiques, en particulier sur les taux de change, de la même façon que les opérations financières transfrontières.

Diverses mesures peuvent être prises pour contrôler les mouvements de capitaux. Certaines ont une portée étendue, tandis que d'autres sont plus ciblées. Le contrôle des investissements directs et des investissements de portefeuille de l'étranger (qui ne sont pas toujours bien différenciés dans les règlements, comme nous l'avons déjà dit) peut revêtir diverses formes : exigence de licences, limitation de la participation étrangère au capital des entreprises nationales, obligation d'obtenir une autorisation officielle pour l'émission internationale d'actions, application de règles différentes aux entreprises nationales et aux entreprises étrangères en ce qui concerne l'établissement et les opérations autorisées, et mise en place de diverses formes de double marché. Dans un système de double marché, il se peut, par exemple, que les non-résidents ne puissent acquérir les titres émis dans le pays qu'auprès d'autres non-résidents, et que les transferts en monnaie nationale nécessaires à cette fin soient limités aux transferts liés à l'achat et à la vente de ces titres par des non-résidents (pour faire en sorte qu'une baisse des cours ne s'accompagne pas d'une dépréciation de la monnaie ou d'une contraction des réserves).

Certaines de ces mesures de contrôle peuvent aussi être appliquées aux entrées de capitaux liées à des transactions sur titres de créance (obligations ou autres instruments). Ces entrées de capitaux peuvent être soumises à une taxe spéciale ou être limitées aux transactions effectuées dans le cadre d'un marché double. La détention par des non-résidents de titres de créance émis par des entreprises ou par l'Etat peut être soumise à un plafond (ou interdite), ou bien l'acquisition de ces titres par des étrangers peut être soumise à autorisation. Les non-résidents peuvent aussi être exclus des adjudications d'obligations et de titres d'Etat.

Plusieurs autres mesures de contrôle sont couramment appliquées pour limiter les emprunts extérieurs auprès des banques : obligation, déjà mentionnée, de constituer des réserves spéciales pour couvrir les engagements envers des non-résidents (de manière à relever le coût de la rétrocession des capitaux entrant et à réduire les bénéfices en résultant); interdiction de servir des intérêts sur les dépôts des non-résidents, voire obligation de leur appliquer des taux d'intérêt négatifs (commissions); taxation des emprunts



extérieurs pour supprimer la marge d'arbitrage entre les taux d'intérêt en vigueur dans le pays et à l'étranger 47/; et obligation pour les établissements financiers et non financiers d'effectuer des dépôts en espèces auprès de la banque centrale correspondant à un certain pourcentage de leurs emprunts à l'étranger (mesure appliquée pour la première fois par l'Allemagne en 1972 sous le nom de "Bardepot").

Le contrôle des investissements directs et des investissements de portefeuille à l'étranger peut concerner à la fois les résidents et les non-résidents. Par exemple, le rapatriement des capitaux par les non-résidents peut être soumis à des restrictions consistant en l'imposition de délais réglementaires ou en règlements imposant l'échelonnement du rapatriement en fonction des devises disponibles ou pour maintenir l'ordre sur le marché de la monnaie nationale. La détention d'actions étrangères par les résidents peut elle aussi être soumise à des restrictions, soit directement soit par le biais de mesures limitant le portefeuille que peuvent détenir les fonds de placement du pays. En outre, un double taux de change peut être utilisé pour limiter les investissements étrangers des résidents, qui sont alors obligés de passer par un marché où le taux de change est généralement moins favorable que celui qui est appliqué pour les transactions courantes. Certaines de ces mesures peuvent viser les achats de titres de créance émis à l'étranger et d'autres formes de prêts extérieurs. La loi peut aussi empêcher les résidents d'effectuer des dépôts bancaires à l'étranger.

Comme nous l'avons déjà dit, les mesures visant à limiter la "dollarisation", en particulier les dépôts bancaires des résidents libellés en devises, et les prêts bancaires en devises accordés aux résidents, font aussi partie du contrôle des mouvements de capitaux. Les prêts et les dépôts en devises peuvent accentuer le déséquilibre entre les monnaies, qui est un facteur d'instabilité financière, et peuvent précipiter et faciliter des déplacements importants entre monnaies en cas de crise financière, ce qui exerce une pression sur le taux de change et entraîne de nombreuses défaillances parmi les débiteurs.

La crise asiatique a attiré l'attention sur plusieurs questions qui méritent une place particulière dans l'analyse des mesures prises pour gérer les avoirs et les engagements extérieurs. Les capitaux ont fui vers d'autres monnaies, sans que l'on sache si cela était dû à la spéculation ou à une tentative tardive pour couvrir des engagements en devises. Quoi qu'il en soit, comme cela était dit au chapitre III, il ne fait guère de doute que le déséquilibre entre les monnaies dans lesquelles étaient libellés les avoirs et les engagements des établissements financiers et non financiers a été un facteur déterminant et que ce déséquilibre a été accentué par le fait qu'il était facile d'emprunter en devises et que les résidents pouvaient, dans certains cas, effectuer des dépôts en monnaies étrangères 48/. Lorsque ces engagements ont pour contrepartie des avoirs libellés dans les mêmes monnaies (y compris des prêts), le risque de change est transféré aux débiteurs, mais bien souvent, il se transforme en risque de crédit. En cas d'asymétrie entre les engagements et les avoirs, les risques sont supportés directement par les banques. Et si le phénomène est de grande ampleur, le système financier dans son ensemble peut être menacé.

L'un des moyens de résoudre ce problème peut être d'appliquer strictement les règles prudentielles concernant l'équilibrage par devise des actifs et des engagements des institutions financières ainsi que les mesures visant à

augmenter le coût de l'emprunt étranger en imposant des taxes, des réserves obligatoires spéciales ou des dépôts en espèces auprès de la banque centrale. Mais, comme on l'a déjà indiqué, on pourrait aussi limiter plus strictement la "dollarisation" elle-même. On pourrait, pour cela, limiter les prêts et dépôts bancaires libellés en monnaies étrangères. Des réserves obligatoires ne portant pas intérêt pourraient être imposées sur les dépôts bancaires en monnaies étrangères, ce qui réduirait ou ramènerait à zéro les intérêts versés au titre de ces dépôts et les rendrait moins attrayants.

La crise asiatique a aussi démontré de façon frappante les risques que peut entraîner le fait, pour les banques d'un pays, de ne pas séparer comme il convient les activités entreprises dans le pays ou à l'étranger. Un certain nombre de pays asiatiques ont établi des centres offshore, dont les activités sont assujetties à une réglementation plus souple et bénéficient de certains privilèges fiscaux, l'objectif étant, notamment, de faciliter la participation de leurs banques à des opérations bancaires d'envergure régionale ou mondiale. L'un de ces centres est le Bangkok International Banking Facility (BIBF), établi par la Thaïlande en 1992. Comme on l'a vu au chapitre III, les entités du BIBF servaient toujours davantage d'intermédiaires pour l'arbitrage de taux d'intérêt entre marchés financiers nationaux et internationaux, une bonne partie des moyens financiers dégagés grâce à cet arbitrage servant à financer la spéculation sur les actions en bourse et sur l'immobilier.

Il y a contraste entre cette utilisation relativement anarchique du financement offshore en Thaïlande et le fonctionnement du centre bancaire offshore de Singapour établi en 1968 <sup>49/</sup>. Les activités bancaires offshore de Singapour sont conduites par l'intermédiaire des Asian Currency Units (ACU) qui font partie intégrante des banques agréées. De fait, si ce n'est que ses activités apparaissent séparément aux fins de comptabilité, d'imposition et de réglementation, une ACU n'a pas d'identité distincte de celle de la banque dans laquelle elle est située. Le cadre juridique élaboré pour les ACU vise à faciliter leur participation aux opérations bancaires régionales, tout en limitant l'utilisation du dollar singapourien comme monnaie internationale, et à contrôler l'intervention des ACU dans les activités bancaires du pays. Les ACU ne peuvent accepter de dépôts en dollars singapouriens qu'au-dessus d'un certain volume et seulement de non-résidents ou d'autres banques ou institutions financières, et les prêts en dollars singapouriens accordés à des entreprises établies à Singapour sont aussi assujettis à un plafond. Depuis 1983, les ACU doivent obtenir une autorisation officielle pour pouvoir accorder des facilités de crédit à des non-résidents si leur montant est supérieur à 5 millions de dollars singapouriens, ou à des résidents si elles doivent être utilisées hors du pays, exigence qui freine la vente à court terme de dollars singapouriens dans les opérations sur devises et l'emploi par les non-résidents de telles facilités pour des investissements de portefeuille ou immobiliers.

Que ces politiques aient réussi à maintenir le caractère extraterritorial des ACU de Singapour, c'est ce qui ressort de données relatives à leurs actifs et à leurs engagements : en 1996, 63 % de leurs engagements provenaient de sources extérieures au pays, et 42 % de leurs actifs consistaient en prêts à des banques situées à l'extérieur du pays. Contrastant avec ces chiffres, il y a des estimations selon lesquelles jusqu'à 95 % des fonds recueillis par des entités du BIBF étaient prêtés dans le pays même. L'exemple des ACU montre à la fois qu'il est tout à fait possible d'isoler dans une certaine mesure les opérations bancaires offshore du marché intérieur, et que cette séparation est bénéfique dans la mesure où elle contribue à la stabilité financière.

Le recours aux contrôles des mouvements de capitaux est un trait omniprésent de l'expérience des quelques décennies écoulées. Dans les premières années de l'après-guerre, de tels contrôles pour raisons macro-économiques étaient généralement imposés sur les sorties de capitaux, dans le cadre de politiques visant à régler les difficultés de balance des paiements et à empêcher les dévaluations ou à en réduire l'ampleur. De plus, aussi bien les pays développés que les pays en développement recouraient systématiquement au contrôle des entrées de capitaux pour les raisons de développement à long terme ou les raisons structurelles mentionnées ci-dessus. Avec le retour d'une plus grande liberté des mouvements de capitaux, à partir des années 60, d'importantes entrées ont, à différentes reprises, posé un problème aux gouvernements de certains pays industriels comme l'Allemagne, les Pays-Bas et la Suisse, et ces pays ont réagi par différents contrôles, comme ceux que l'on a déjà examinés, portant sur les achats par des non-résidents de titres de créance émis dans le pays et les dépôts bancaires de non-résidents. Plus récemment, un certain nombre de pays en développement aux prises avec des difficultés macro-économiques semblables du fait d'importantes entrées de capitaux ont eu recours au contrôle des transferts de capitaux, entre autres mesures prises par les pouvoirs publics 50/.

- En Malaisie, le recours initial à la stérilisation de liquidités a permis d'élargir l'écart entre taux d'intérêt intérieurs et extérieurs, ce qui a entraîné un brusque gonflement des entrées de capitaux à court terme. En janvier 1994, le gouvernement a réagi en imposant les contrôles de capitaux suivants (progressivement supprimés à partir de 1995) : un plafond a été imposé aux engagements extérieurs des banques non liés au commerce ou à l'investissement; la vente par des résidents à des non-résidents d'instruments monétaires à court terme a été interdite; les banques commerciales se sont vues astreintes à déposer, sans percevoir d'intérêt, auprès de la banque centrale les sommes inscrites dans les comptes en ringgit détenus par des banques étrangères; enfin, des restrictions ont aussi été imposées aux banques commerciales quant aux opérations à terme sur devises simples et aux opérations d'échange en devises auxquelles elles étaient autorisées à procéder avec des étrangers 51/.
- Au Chili, de même, la stérilisation de liquidités décidée au début des années 90 en réaction à l'augmentation des apports financiers a entraîné une hausse des taux d'intérêt et une accélération des entrées de capitaux. En conséquence, le gouvernement a eu recours à diverses politiques visant à ralentir les entrées de capitaux à court terme et même à encourager certaines catégories de sorties : il a notamment imposé une réserve obligatoire non rémunérée de 20 % (proportion relevée par la suite à 30 %) sur les emprunts étrangers, qui devait être déposée à la banque centrale pendant un an.
- En Colombie, la stérilisation adoptée en réaction aux entrées de capitaux a été abandonnée dans les années 90, et remplacée par une réserve obligatoire sur les prêts (autres que les prêts à court terme liés au commerce) d'une échéance inférieure ou égale à cinq ans, qui devait être maintenue pendant toute la durée du prêt mais dont le montant allait en décroissant en fonction de cette durée.
- Au Brésil, les politiques de stérilisation adoptées à la suite de l'augmentation des apports financiers après la réforme monétaire

intervenue au milieu de l'année 1994 ont été complétées par l'augmentation de la taxe acquittée par les entreprises brésiliennes sur les obligations émises à l'étranger, l'institution d'une taxe frappant les investissements étrangers sur le marché boursier, et l'augmentation de la taxe sur les achats étrangers de valeurs nationales à revenu fixe.

- En République tchèque, la forte augmentation des entrées de capitaux enregistrée en 1994-1995 a d'abord conduit à adopter une politique de stérilisation; d'autres mesures ont suivi : institution d'une taxe au taux de 0,25 % sur les transactions en devises avec les banques, et limitation des emprunts étrangers à court terme contractés par les banques et les autres entreprises, avec obligation d'obtenir une autorisation officielle pour contracter de tels emprunts.

L'évaluation de ces contrôles permet de penser que dans la plupart des cas, ils ont été efficaces à divers degrés : après leur instauration, les entrées de capitaux ont nettement diminué en pourcentage du PIB, sauf au Brésil et en Colombie, les entrées à court terme devenant même négatives pour un temps au Chili et en Malaisie; au Chili et en Colombie, il y a eu une désaffection pour le court terme dans la composition des entrées.

Ce récent recours aux contrôles des mouvements de capitaux, quelquefois pour des périodes de temps appréciables, s'est situé dans un contexte d'initiatives internationales visant à limiter la liberté pour les pays de faire usage de telles mesures. L'un des objectifs majeurs de ces initiatives était de favoriser le seul régime applicable à l'échelle mondiale à de tels mouvements, celui du FMI 52/. A l'origine, l'objectif premier de ce régime, en ce qui concerne les mouvements de capitaux, était de promouvoir dans le monde entier le commerce et l'activité économique, en mettant fin aux restrictions au titre des transactions courantes. La liberté des transferts de capitaux n'était pas un principe inscrit initialement dans les Statuts du FMI. De fait, la section 3 de l'article VI des Statuts reconnaît explicitement aux membres le droit de réglementer les mouvements internationaux de capitaux dès lors que les mesures de contrôle n'ont pas pour effet de restreindre aussi les transactions courantes, et la section 1 a) de l'article VI dispose que les ressources provenant du Compte des ressources générales du Fonds ne peuvent être utilisées pour faire face à des sorties de capitaux importantes ou prolongées 53/.

Toutefois, il y a eu un assouplissement progressif des limitations initialement imposées à la participation du FMI à la libéralisation des transactions en capital : cela ressort à l'évidence d'un certain nombre de décisions prises et d'autres modifications intervenues depuis la fin des années 70. Dans la version modifiée des Statuts, entrée en vigueur en 1978, l'article IV contient une disposition aux termes de laquelle l'un des buts essentiels du système monétaire international est de fournir un cadre qui facilite les échanges de capitaux entre pays. En avril 1995, la liste des événements qui pouvaient déclencher des consultations entre le Fonds monétaire et un pays membre dont les politiques de taux de change faisaient l'objet d'une surveillance du Fonds a été étendue pour inclure les flux insoutenables de capitaux privés 54/. En décembre 1997, la création de la Facilité de réserve supplémentaire a été approuvée : grâce à ce mécanisme, une aide supplémentaire peut être accordée à un pays aux prises avec des difficultés de balance des paiements dues à une soudaine perte de confiance des marchés, qui entraîne la désorganisation des marchés et exerce des pressions sur le compte des mouvements de capitaux et les réserves du pays. Enfin, une proposition de modification des

Statuts du Fonds, récemment approuvée par le Comité intérimaire, prévoit d'inclure la libéralisation des mouvements de capitaux parmi les objectifs de cette organisation et d'étendre formellement la compétence du Fonds à ces mouvements de capitaux 55/.

Si cette modification est adoptée, elle est de nature à entraîner des réactions en chaîne sur d'autres règles arrêtées à l'échelon international. Par exemple, dans le cadre des accords de l'OMC régissant le commerce des biens et des services, lorsqu'un pays a recours à des restrictions pour sauvegarder sa balance des paiements, ces restrictions doivent être compatibles avec les obligations découlant pour lui des Statuts du Fonds monétaire, et il appartient au Fonds d'évaluer la mesure dans laquelle ces restrictions sont justifiées en fonction de la position de la balance des paiements et des réserves de ce pays. L'extension proposée de la compétence officielle du Fonds monétaire aux transactions en capital pourrait ainsi aboutir à réduire l'autonomie en matière de contrôle des transactions en capital actuellement reconnue aux pays dans le cadre du régime établi par l'OMC 56/. Les récentes crises financières et le fait que les pays ont souvent dû recourir à des contrôles pour endiguer les effets des brusques variations des flux de capitaux donnent, toutefois, à penser qu'il y aurait lieu de continuer de reconnaître aux gouvernements une telle autonomie. L'analyse contenue dans le présent chapitre ne semble pas indiquer que l'on ait trouvé à l'échelon mondial des moyens de venir à bout de la transmission transfrontières des chocs financiers associés à l'intégration plus poussée, à l'échelon mondial, des marchés financiers ou aux autres pressions liées aux mouvements de capitaux qui sont de nature à déclencher des crises financières. Face aux faiblesses que présente la panoplie existante de mesures que peuvent prendre les pouvoirs publics, on peut vraiment douter qu'il soit opportun d'adopter, comme cela est envisagé à l'heure actuelle, des mesures visant à faire de la libéralisation des mouvements de capitaux l'un des grands objectifs d'action à l'échelon international. De fait, ce qui semblerait nécessaire, pour l'avenir prévisible, c'est la flexibilité, non de nouvelles contraintes ou obligations.

## 6. Politiques de taux de change

Il est naturel de s'interroger sur le lien existant entre régimes de change et crises financières, étant donné que les taux de change stables – avec le volume excessif d'emprunts extérieurs à court terme et l'augmentation du risque de change dont ils s'accompagnent – ont contribué à l'aggravation de la fragilité financière en Asie de l'Est, et que les mouvements subséquents des taux de change ont contribué à déclencher la crise et à la propager dans toute la région. La conclusion de l'analyse présentée ci-dessous est qu'il n'y a pas de régime qui assure une protection absolue contre de telles crises. Toutefois, des taux de change administrés conjugués à des contrôles sur les transactions en capital peuvent beaucoup faire pour éviter les amples fluctuations des flux de capitaux et contribuer ainsi de façon importante à la stabilité macro-économique.

Comme on l'a vu dans l'encadré 2, lorsque la crise a éclaté, les économies est-asiatiques les plus gravement touchées – à l'exception de Hong-kong, Chine – avaient des régimes de change dans lesquels la banque centrale intervenait pour stabiliser le cours au comptant selon des principes directeurs généralement admis, tandis que Hong-kong, Chine avait un régime de conseil monétaire. Pendant la période 1990-1996, de nombreux pays de l'Asie de l'Est et du Sud recevaient d'importants apports de capitaux. Face à de tels afflux, les autorités

monétaires peuvent soit laisser la monnaie s'apprécier, soit intervenir pour empêcher une appréciation, et la plupart des bénéficiaires est-asiatiques d'entrées de capitaux ont choisi la seconde de ces solutions.

On s'est demandé si des taux de change flottant librement auraient été préférables aux taux administrés en vigueur dans plusieurs pays d'Asie de l'Est et du Sud avant la crise. Au début des années 90, des taux de change flottants auraient probablement entraîné de fortes appréciations par comparaison avec le niveau effectivement observé, appréciations qui auraient presque certainement provoqué de vives résistances politiques en raison de leurs effets sur les exportations. S'il est vrai que des taux de change flottant librement auraient entraîné une plus grande instabilité dans les taux relatifs, ils auraient pu décourager les flux d'arbitrage, mais auraient fini aussi par menacer la structure de taux de change relativement stables qui sous-tendait le développement économique de la région, et auraient pu risquer de provoquer des tensions dans les relations commerciales.

Selon une opinion diamétralement opposée, on pourrait éviter les crises comme la crise asiatique en établissant des régimes de conseil monétaire comportant des taux de change rigidement rattachés à une monnaie d'ancrage. Ce système comporte l'engagement ferme de fournir ou de racheter les exigences monétaires de l'autorité monétaire à un taux fixe. De plus, ce sont là les seules conditions auxquelles ces exigences font l'objet de transactions. Deux systèmes de ce genre particulièrement connus sont celui de l'Argentine et celui de Hong-kong, Chine, mais on les trouve aussi dans un certain nombre d'autres pays, dont certains pays en transition. Sous leur forme la plus pure, les conseils monétaires ne peuvent accorder de crédit au gouvernement, au système bancaire ni à d'autres emprunteurs, et les taux d'intérêt sont déterminés par le marché, la base monétaire étant rigidement rattachée aux réserves de change du pays. Ces conditions ne sont pas strictement respectées dans la mesure où le conseil monétaire a des réserves extérieures supérieures à la base monétaire de l'économie (ce qui a récemment été le cas, par exemple, à Hong-kong, Chine) ou dans la mesure où le cadre juridique permet que certaines des réserves garantissant la base monétaire soient détenues sous une forme autre que la monnaie étrangère (comme en Argentine).

Les principaux avantages attribués au régime du conseil monétaire par ceux qui en préconisent la mise en place sont la crédibilité conférée par un tel régime à l'autorité monétaire et la suppression des problèmes de gestion de la dette extérieure qui résulte du déséquilibre entre les monnaies dans lesquelles sont libellés les emprunts et celles des recettes générées par les activités financées. Toutefois, comme l'expérience récente le démontre, de tels régimes ne mettent pas les économies à l'abri de l'instabilité d'origine extérieure puisque le choc des entrées et des sorties de capitaux se propage, par l'intermédiaire de leurs effets sur la base monétaire, jusqu'aux niveaux de l'activité économique et aux prix des biens et cours des actifs. De plus, en l'absence d'un prêteur de dernier recours, la contraction des dépôts qui, sous un tel régime, fait généralement suite aux sorties de capitaux peut menacer la stabilité bancaire 57/. Un régime de conseil monétaire peut, dans certaines circonstances, servir un important objectif, comme celui d'enrayer l'hyperinflation. Toutefois, du fait de la diminution de l'autonomie des pouvoirs publics qu'il entraîne, un tel régime ne restera acceptable et approprié que pour une petite minorité de pays.

Rien, dans la récente expérience, n'autorise donc à condamner les régimes de taux de change administrés (même si leur rétablissement dans les pays d'Asie de l'Est du Sud est impossible tant qu'il ne régnera pas plus d'ordre sur leurs marchés monétaires). Les solutions que sont les taux de change flottants ou les taux de change rigidement fixés peuvent aussi entraîner des coûts parfois supérieurs à leurs avantages. Toutefois, il ressort aussi de l'expérience récente que les régimes de taux de change administrés sont vulnérables à l'accumulation de dettes bancaires extérieures à court terme et d'autres investissements extérieurs potentiellement instables. À l'occasion, introduire plus de flexibilité en élargissant la marge d'intervention pourrait aider à supprimer les spéculations tout à la hausse ou tout à la baisse et décourager les flux d'arbitrage. Mais de tels régimes n'ont de chances de se maintenir que s'ils s'accompagnent d'une gestion active des engagements extérieurs, laquelle rend souvent nécessaire le recours au contrôle des mouvements de capitaux.

## 7. Consultation et collaboration régionales

Les accords économiques régionaux prévoient souvent des modalités de consultation mutuelle et de collaboration en ce qui concerne une vaste gamme de questions de politique économique. L'un des objectifs en est fréquemment la prévention des crises financières qui pourraient éclater dans les pays membres et avoir des effets transfrontières défavorables, nuisant à la poursuite des objectifs même de l'accord.

Il existe un ensemble très complet de procédures de ce genre pour l'Union européenne (UE), dont l'objectif est d'assurer que le fonctionnement du marché commun n'ait pas à souffrir des phénomènes macro-économiques ou financiers qui se déroulent dans les Etats membres. Le Traité de Rome instituant la Communauté économique européenne (troisième partie, titre II, chapitres 1 à 3) traitait de la coopération et de la consultation entre membres en matière de politique monétaire, d'autres politiques de conjoncture et de balance des paiements. L'article 107, par exemple, disposait que chaque Etat membre traite sa politique en matière de taux de change comme un problème d'intérêt commun <sup>58/</sup>. De plus, la consultation et la surveillance sont au nombre des procédures prévues par l'UE pour l'octroi aux membres d'un appui financier qui leur permette d'intervenir sur les marchés monétaires et les aide à résoudre leurs difficultés de balance des paiements.

La collaboration et la consultation à l'échelon régional ont aussi été proposées en d'autres instances pour contribuer à prévenir les crises financières, le moteur essentiel de ces initiatives étant le souci d'éviter les effets de contagion. Certaines des idées avancées s'articulent sur la surveillance mutuelle visant à assurer que les politiques de stabilité économique et financière élaborées par le FMI soient appliquées comme il convient. En revanche, les politiques particulières ne relèvent pas du domaine de la collaboration et de la consultation régionales aux fins de stabilité financière. Une proposition récente, élaborée dans le cadre de l'ANASE, prévoit un mécanisme permettant de suivre certains aspects de la position et de la politique économiques des membres conformément à des principes directeurs arrêtés d'un commun accord à cet effet.

Les membres de l'ANASE étaient conscients de la nécessité de coopérer pour éviter les crises financières : cela apparaissait déjà avant que la crise n'éclate et pendant la période qui l'a immédiatement précédée. C'est ainsi que lors d'une réunion de mars 1997, les ministres des finances de l'ANASE ont

reconnu qu'un mécanisme de surveillance régionale pourrait être mis en place à cette fin. Deux mois plus tard, la pression sur le baht thaïlandais a incité un certain nombre de banques centrales asiatiques à intervenir de façon coordonnée pour soutenir cette monnaie. Toutefois, il n'y a pas eu d'intervention de ce genre en juillet 1997, alors que l'abandon des régimes de taux de change administrés se généralisait : on peut en déduire qu'à ce stade, une tentative de défense des taux de change aurait été trop coûteuse.

Néanmoins, les consultations au sein de l'ANASE relatives à une surveillance mutuelle se sont poursuivies et, en décembre 1997, les ministres des finances de l'ANASE ont recommandé de donner suite à la proposition de création du mécanisme de surveillance régional qui devait être connu par la suite sous le nom de Mécanisme de suivi de l'ANASE. L'objet de ce mécanisme devait être d'aider les gouvernements de l'ANASE à prévenir de futures crises financières, notamment en jouant le rôle de système d'avertissement rapide permettant de prendre des mesures de correction, à l'échelon de chaque pays ou collectivement, et en protégeant les intérêts de la région pendant la durée du processus d'intégration aux marchés financiers mondiaux, grâce à l'examen des questions financières et monétaires soulevées dans les instances internationales. Cette initiative répond à un besoin profondément ressenti parmi les pays de l'ANASE, mais pourrait aussi déboucher sur l'extension de cette coopération à d'autres pays asiatiques. Si, à l'avenir, les pays de l'ANASE et peut-être d'autres pays d'Asie de l'Est et du Sud devaient décider de mettre en place des accords d'aide financière extérieure mutuelle plus formels que ceux qui ont permis, en mai 1997, de défendre le baht (peut-être sur le modèle de certaines des procédures prévues par l'UE, mentionnées plus haut), il serait possible d'envisager un lien entre ces accords et tout mécanisme de surveillance qui serait alors en place.



Notes

1/ Cette idée remonte en fait au Comité des Vingt. Elle a été remise à l'ordre du jour par le FMI en 1994, et développée dans un document émanant de sa direction, "A short-term financing facility" (Washington, D.C. FMI, septembre 1994). Pour un examen des questions en jeu, voir E.V.K. Fitzgerald, "Intervention versus regulation: The role of the IMF in crisis prevention and management", *UNCTAD Review*, 1996; et J. Williamson, "A new facility for the IMF", dans CNUCED, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, vol. VI (publication des Nations Unies, numéro de vente : E.95.II.D.7), New York et Genève, 1995.

2/ M. Feldstein, "Overdoing it in East Asia", *Foreign Affairs*, mars-avril 1998, p. 26.

3/ *FMI - Bulletin, Supplément consacré au FMI*, septembre 1996, p. 15.

4/ *FMI - Bulletin*, 19 janvier 1998, p. 7.

5/ *FMI - Bulletin*, 27 mars 1995, p. 86.

6/ Voir, par exemple, A.J. Schwartz, "The world's Central Bank : Time to terminate the ESF and IMF" (Washington, D.C., National Bureau of Economic Research, 1998), document ronéotypé.

7/ Rapport sur le commerce et le développement, 1986, annexe au chapitre VI.

8/ Voir aussi J. Sachs, "External debt, structural adjustment and economic growth", dans CNUCED, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, vol. IX (publication des Nations Unies, numéro de vente : E.98.II.D.3), New York et Genève, 1998; et CNUCED, *World Investment Report 1992*, encadré XI.1.

9/ Pour une comparaison entre les codes des faillites des Etats-Unis, du Royaume-Uni et de l'Allemagne, voir B. Eichengreen et R. Portes, *Crisis ? What Crisis ? Orderly Workouts for Sovereign Debtors* (Londres : Centre for Economic Policy Research, 1995); et J. Franks, "Some issues in sovereign debt and distressed reorganizations", *ibid.*, annexe 2.

10/ Pour l'examen de telles questions, voir D. M. Saassoon et D. D. Bradlow (éd.), et *Judicial Enforcement of International Debt Obligations* (Washington, D.C. : International Law Institute, 1987).

11/ Tel était le cas au Mexique, pendant la crise de 1994-1995 : le gouvernement était solvable, en ce sens qu'il était en mesure de rembourser en pesos tous les détenteurs de *tesebonos* rattachés au dollar non encore remboursés, mais la banque liée par contrat n'avait pas assez de réserves pour que ces détenteurs puissent convertir les pesos en dollars.

12/ Voir L. Nurick, "The International Monetary Fund Articles of Agreement", dans Saassoon et Bradlow (éd.) *op. cit.*; et Eichengreen et Portes, *op. cit.*

13/ Pour un certain nombre de décisions fondées sur une telle interprétation, voir Nurick, *op. cit.*, p. 111 à 113.

14/ *International Capital markets. Developments, Prospects, and Policy Issues* (Washington, D.C.: FMI, 1995), p. 11.

15/ *Ibid.*, p. 11.

16/ Cette suggestion a été présentée par K. Raffer. Voir, de cet auteur, "Applying chapter 9 insolvency to international debts: An economically efficient solution with a human face", *World Development*, vol. 18, No 2, 1990.

17/ Sachs, *op. cit.*, p. 52.

18/ Eichengreen et Portes, *op. cit.*, p. 49 et 50.

19/ Pour un examen de ces objections, voir Eichengreen et Portes, *op. cit.*, p. 43 et 44; et Raffer, *op. cit.*

20/ L'un des cas les plus connus est celui de la crise de la dette du Chili qui avait résulté, au début des années 80, de ce que l'on a appelé l'expérience de la libéralisation dans le Cône Sud. Une proportion très importante de la dette extérieure du Chili, pendant la fin des années 70 et le début des années 80, a été accumulée par des banques et des entreprises privées, sans garantie du gouvernement. "Ces dettes privées ont été incluses dans l'opération de rééchelonnement de la dette négociée entre l'Etat chilien et le Comité consultatif pour le Chili de banques étrangères. Apparemment, le Gouvernement chilien a cédé sous la pression du Comité consultatif des banques ... Pour que leur point de vue soit parfaitement clair, les banques étrangères ont apparemment resserré les conditions d'octroi au Chili de crédits commerciaux à très court terme pendant le premier trimestre de 1983, technique qui passe pour avoir été utilisée avec quelque succès vis-à-vis du même pays 10 ans plus tôt. Le Fonds monétaire international, qui participait également à l'opération de rééchelonnement de la dette, n'a pas élevé publiquement d'objection à l'égard de cette menace" (C. Diaz Alejandro, "Good-bye financial repression, hello financial crash", *Journal of Development Economics*, vol. 19, No 1/2, septembre-octobre 1985, p. 12).

21/ Tiré de la décision de la Cour d'appel de New York dans l'affaire du Costa Rica, en 1984.

22/ Voir le Rapport sur le commerce et le développement, 1986.

23/ G.A. Calvo, "The management of capital flows: Domestic policy and international cooperation", dans CNUCED, International Monetary and Financial Issues for the 1990s, vol. IV (UNCTAD/GID/G24/4), New York, 1994.

24/ Décision du Conseil d'administration No 5392-(77/63) du 29 avril 1977.

25/ Groupe des Dix, "The functioning of the international monetary system", Rapport du groupe des suppléants aux Ministres et aux Gouverneurs (Washington, D.C., juin 1985), par. 40. Pour une analyse plus détaillée, voir J. Williamson et M. Kavin, "International monetary issues in 1985", et Y. Akyüz et S. Dell, "Issues in international monetary reform", dans CNUCED,

International Monetary and Financial Issues for the Developing Countries, publication des Nations Unies, numéro de vente : E.87.II.D.3), New York et Genève, 1987.

26/ Le taux de change effectif réel d'un pays peut varier considérablement, en pourcentage, sur une période relativement brève, par rapport au niveau moyen de ses droits de douane, et les changements qui en résultent peuvent persister assez longtemps, même si le taux de change s'écarte de son niveau d'équilibre. Les variations des taux de change peuvent donc avoir une incidence économique beaucoup plus importante que les modifications des droits de douane convenues au niveau multilatéral, bien que l'élasticité estimée des courants d'échanges par rapport à ces modifications soit nettement plus grande que leur élasticité par rapport aux variations des taux de change; voir, par exemple, C.F. Bergsten et J. Williamson, "Exchange rates and trade policy", dans W. Cline (éd.), Trade Policy in the 1980s (Washington D.C., Institute for International Economics, 1983).

27/ Communiqué du Comité intérimaire du 16 avril 1998.

28/ Les analyses économétriques des déterminants des crises monétaires et bancaires se sont multipliées récemment dans le cadre des efforts faits pour élaborer des indicateurs prévisionnels. Bien que ces travaux aient permis de clarifier les problèmes posés par l'élaboration de tels indicateurs, il semble peu probable que ceux-ci servent de base à la prévision des crises financières dans un système de surveillance mondial (ou qu'ils se substituent aux indicateurs quantitatifs et qualitatifs utilisés actuellement par les organismes de contrôle bancaire et les analystes financiers des banques d'investissement, si ceux-ci sont plus appropriés). Les indicateurs obtenus jusqu'à présent surestiment considérablement les crises bancaires. Pour une brève analyse de ces questions, voir M. Goldstein, "Early warning indicators of currency and banking crises in emerging economies", *Financial Crises and Asia*, le CEPR Conference Report n° 6 (Londres : Centre for Economic Policy Research, 1998).

29/ Le risque de crédit est le risque de voir un emprunteur ne pas s'acquitter de ses obligations, tandis que le risque de marché est le risque encouru par un établissement bancaire en cas de variation de la valeur de ses actifs sur le marché avant liquidation ou compensation.

30/ A ce sujet, William McDonough, président de la Banque fédérale de réserve de New York, a fait la remarque suivante : "Avant, on pouvait se faire une idée des risques encourus par un établissement financier en regardant son bilan. Mais aujourd'hui, le bilan n'est plus une source d'information suffisante. En raison de l'accélération de l'activité sur les marchés, les états financiers sont périmés presque avant d'avoir été établis". Voir J.A. Leach, W.J. McDonough, D.W. Mullins et B. Quinn, "Global derivatives: Public sector responses", Occasional Paper No 44 (Washington, D.C.: Group of Thirty, 1993), p. 15-16.

31/ R. Dale, *The Regulation of International Banking* (Cambridge: Woodhead-Faulkner, 1984), p.83. L'argument de l'auteur a trait aux crises liées aux prêts bancaires internationaux, mais il pourrait aisément être étendu aux crises financières en général.

32/ Voir, par exemple, M. Goldstein, "The case for an international banking standard", dans *Policy Analyses in International Economics*, No 47 (Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1997), p. 33.

33/ Voir M. Goldstein et P. Turner, "Banking crises in emerging economies: Origins and policy options", BRI, Economic Paper No 46 (Bâle : BRI, 1996), p. 9-14.

34/ La nature de ces garanties est bien décrite dans un ouvrage récent sur la crise financière asiatique : "Dans chaque pays, les pouvoirs publics cherchent à préserver la viabilité de leur système financier ... Cela ne peut pas être considéré comme une distorsion du marché; c'est une caractéristique de l'économie capitaliste, dans laquelle les marchés financiers jouent un rôle crucial. Mais ces marchés ne peuvent pas être libéralisés de la même façon que les marchés de biens ... Il s'ensuit que les autorités monétaires garantissent au moins implicitement les engagements extérieurs des établissements financiers, du moins de ceux qu'elles contrôlent de manière explicite". M. F. Montes, *The Currency Crisis in Southeast Asia*, édition mise à jour (Singapour : Institute of Southeast Asian Studies), p. 26.

35/ Les propositions suscitées par cette crise sont examinées dans D.F. Lomax, *The Developing Country Debt Crisis* (Londres : Macmillan, 1986), p. 255-280.

36/ H. Kaufman, "Ten reasons to reform", *Euromoney*, novembre 1992, p. 57. Kaufman a repris cette proposition depuis le début de la crise asiatique, notamment dans ses notes pour la Réunion ministérielle extraordinaire du Groupe des 24 à Caracas, en février 1998.

37/ G. Soros, "Avoiding a breakdown", *Financial Times*, 31 décembre 1997 et 1er janvier 1998.

38/ L'Agence multilatérale de garantie des investissements (AMGI), institution affiliée à la Banque mondiale, couvre certains risques (comme les risques de transfert) associés aux investissements étrangers et à d'autres transactions internationales, y compris les prêts liés à des investissements garantis. Il y a un certain chevauchement entre ses fonctions d'assurance et celles des organismes nationaux de crédit à l'exportation, mais ces derniers offrent généralement une couverture plus vaste des risques liés aux prêts internationaux, ce qui en fait un modèle plus approprié pour une société internationale d'assurance-crédit.

39/ Voir, par exemple, S. Irvine, "Rating agencies: Caught with their pants down", *Euromoney*, janvier 1998.

40/ Il faut cependant noter que, en raison des effets de contagion, comme ceux qui ont été observés lors des crises récentes sur les marchés financiers émergents, qui, du point de vue de l'assurance, sont comparables à des catastrophes naturelles, il serait plus difficile de fixer le montant des primes que percevrait une société internationale d'assurance-crédit. Après la crise de la dette des années 80, la plupart des organismes de crédit à l'exportation des pays de l'OCDE ont enregistré pendant longtemps des déficits de trésorerie.

41/ M. Mayer estime que "la communauté internationale devrait disposer d'une sorte de registre qui indiquerait toute augmentation des emprunts à court terme d'une banque ou d'un secteur bancaire national auprès d'établissements financiers". La plupart des sociétés qui jouent un rôle important sur les marchés financiers internationaux disposent de ces informations au niveau national (mais, dans le cas d'un marché comme celui des opérations interbancaires, qui fonctionne en continu, il peut être difficile de dire à quel moment il convient de divulguer les positions interbancaires). Voir M. Meyer, "The Asian disease: Plausible diagnoses, possible remedies", Jerome Levy Economics Institute Working Paper No. 232 (Amandale-on-Hudson, New York, avril 1998), p. 31-32.

42/ Déclaration citée dans un éditorial du *Financial Times*, 11 mai 1998.

43/ Cette tendance a été particulièrement nette dans les opérations bancaires en eurodevises. Dans le passé, il s'agissait d'opérations dans des monnaies autres que celle du pays où la banque participante était domiciliée (à l'origine, c'était principalement le dollar des Etats-Unis, auquel se sont ensuite ajoutées les monnaies des autres principaux pays de l'OCDE). Mais, depuis la création d'agences bancaires internationales (ABI) aux Etats-Unis et au Japon, le champ de ces opérations s'est élargi pour englober certaines transactions en monnaie nationale, effectuées principalement avec des non résidents ou en liaison avec des activités internationales et soumises à un régime réglementaire analogue à celui des opérations classiques en eurodevises. Ce régime est généralement plus souple que celui qui s'applique aux opérations bancaires intérieures (mais avec la déréglementation récente, cette disparité s'est atténuée) et prévoit des avantages fiscaux.

44/ Voir S. Griffith-Jones "Regulatory challenges for source countries of surges in capital flows", dans J.J. Teunissen (éd.), *The Policy Challenges of Global Financial integration* (La Haye : Fondad, 1998). Comme l'indique l'auteur, dans cette proposition, la constitution de réserves obligatoires liquides qui serait imposée aux fonds communs de placement – institutions dont les engagements consistent dans les parts des souscripteurs – est assez malencontreusement appelée "prélèvement prudentiel sur le capital".

45/ Cette idée a été émise dans A. Cornford et J. Kregel, "Globalization, capital flows and international regulation", Jerome Levy Economics Institute Working Paper No 161 (Annandale-on-Hudson, New York, mai 1996), p. 29. Pour plus de précisions sur les commissions de sortie appliquées par les fonds communs de placement, voir J.C. Bogle, *Bogle on Mutual Funds* (Burr Ridge, Illinois: Irwin, 1994), p. 193-194.

46/ Les produits dérivés compliquent encore les choses. Grâce aux nouvelles techniques d'ingénierie financière, il est désormais possible de créer des instruments financiers et des portefeuilles "synthétiques", dont les rendements actualisés sont équivalents à ceux des actifs plus traditionnels. Par conséquent, un gouvernement qui souhaite cibler le contrôle des mouvements de capitaux sur certains actifs traditionnels peut être obligé d'étendre le contrôle à ces nouveaux instruments.

47/ Cette taxe est parfois appelée "taxe de péréquation d'intérêt". Elle a été imposée pour la première fois aux Etats-Unis en 1964; elle s'appliquait d'abord aux titres étrangers à échéance de plus de trois ans, puis, en 1965, elle a été étendue aux prêts bancaires.

48/ Dans les pays d'Asie de l'Est les plus touchés par la crise, l'ouverture de comptes en devises est autorisée et, en général, il y a peu de restrictions. En revanche, dans la plupart des pays de l'OCDE, cette possibilité est apparue assez récemment en liaison avec la libéralisation plus générale des transactions en capital. Les comptes en devises étaient encore interdits dans certains cas au milieu des années 80.

49/ Pour les origines des opérations bancaires offshore à Singapour, voir M. Ishihara et H.C. Kim, "Financial system of Singapore", dans R.C. Effros (éd.), *Emerging Financial Centres* (Washington, D.C. : FMI, 1982). En ce qui concerne les faits plus récents, l'analyse contenue dans le rapport s'appuie sur un article non publié de M.F. Montes et T.K. Giap.

50/ L'analyse des contrôles de mouvements de capitaux dans certains pays en développement que l'on trouvera plus loin est largement inspirée d'un article non publié de C.M. Reinhart et R.T. Smith, "Temporary capital controls", août 1997 (document ronéotypé); et de V.G. Le Fort et C.L. Budnevich, "Capital-account regulations and macroeconomic policy: Two Latin American experiences", dans CNUCED, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, vol. VII (publication des Nations Unies, numéro de vente : E.97.II.D.5), New York et Genève, 1997.

51/ Une opération à terme sur devises simple est l'accord conclu entre deux parties aux termes duquel elles échangeront des monnaies après une période de plus de deux jours à compter de la date de l'accord, tandis qu'une opération d'échange en devises comporte deux éléments distincts, l'un étant l'achat ou la vente d'une monnaie étrangère, l'autre le rachat ou la revente de ladite monnaie à une date ultérieure (allant donc en sens inverse du premier élément).

52/ Les pays développés sont aussi assujettis à des obligations dans ce domaine, au titre du Code de la libération des mouvements de capitaux de l'OCDE et (pour les membres de l'UE) au titre de la directive sur les mouvements de capitaux prise par le Conseil des Communautés européennes en 1988 et du Traité de Maastricht. Quelques pays en développement ont contracté de telles obligations dans le cadre de traités d'amitié, de commerce et de navigation ou d'accords régionaux comme l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA).

53/ Cette restriction n'est pas nécessairement applicable aux mécanismes spéciaux du FMI, lesquels utilisent des ressources procurées par l'emprunt.

54/ Décision du Conseil d'administration du FMI No 10950-(95/37) du 10 avril 1995 (modifiant la décision No 5392-[77/63] du 29 avril 1977).

55/ L'ensemble de mesures de renflouement financier présenté par le FMI au Gouvernement de la République de Corée contenait des conditions relatives à la libéralisation des transactions en capital.

56/ Pour plus de détails, voir A. Cornford et J. Brandon, "The WTO agreement on financial services: Problems of financial globalization in practice", section E, dans CNUCED, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, vol. X (à paraître).

57/ Pour éviter une autre compression de liquidités comme celle qu'elle avait connue lors des sorties de capitaux qui avaient suivi la crise mexicaine en 1995, l'Argentine a mis en place un mécanisme lui garantissant auprès de

banques internationales privées des droits de tirage en devises auxquels elle pourrait avoir recours en cas de renouvellement de telles sorties de capitaux.

58/ Ces articles ont été modifiés par le Traité de Maastricht, qui prévoyait l'établissement de l'Union économique et monétaire.