



## **Enseignements tirés et à tirer de la crise financière des pays d'Asie**

**Par Yilmaz Akyüz\***  
**Économiste en chef, Centre Sud**

### **Résumé**

Les analyses qui ont récemment été écrites sur la crise asiatique, vingt ans après, font l'éloge des leçons qui en ont été tirées et des mesures qui ont été mises en place à l'époque. Elles passent cependant à côté du fait que ces mesures qui ont fait leurs preuves en 1997 puissent être inappropriées, voire contre-productives dans le contexte actuel, car elles impliquent un plus haut degré d'intégration financière à l'économie mondiale.

*Mots clés* : Crise financière.

### **Une autre lecture de la crise**

Nul doute que les pays, avancés et émergents, tirent des enseignements des crises financières qu'ils subissent pour adopter des mesures visant à éviter qu'elles ne se répètent. Cependant, ces mesures sont souvent destinées à traiter les causes de la toute dernière crise, mais ne s'appliquent pas à la suivante. Qui plus est, elles peuvent même devenir les nouvelles sources d'instabilité et de crise. C'est en effet ce qui est arrivé aux économies émergentes qui ont dû faire face à des périodes d'instabilité et des crises récurrentes entre la deuxième moitié des années 1990 et le début des années 2000, comme plusieurs économies d'Asie de l'Est qui ont été frappées par une violente crise en 1997.

La crise asiatique trouve davantage son origine dans les mesures de politique financières malavisées et la réaction excessive des bailleurs de fonds étrangers face à la pénurie temporaire de liquidité internationale que dans les déséquilibres structurels et l'endettement excessif. Ce qui était une crise de liquidité s'est transformé en crise de solvabilité à cause d'interventions erronées, notamment de la part du Fonds mondial international (FMI). Comme presque toujours, les crises ont été précédées par une brusque hausse des entrées de capitaux, notamment des

prêts à court terme octroyés par des banques de dépôt internationales à des banques et des entreprises basées en Asie. Les prêts en question étaient essentiellement accordés à des entreprises privées non financières, sauf en Corée, et, dans une moindre mesure, dans d'autres pays, où le secteur financier a également bénéficié de nombreux prêts.

Une cause importante de la poussée des prêts internationaux octroyés aux pays d'Asie de l'Est était le *manque de rendement* dans les économies avancées à cause de la baisse des taux d'intérêt découlant des mesures monétaires prises en réaction au ralentissement économique du début des années 1990. Les perspectives de profits élevés qu'offraient les économies asiatiques où la croissance était forte, où les risques étaient faibles et où les taux de change n'étaient jamais restés aussi stables ont rendus ces pays attractifs aux yeux des prêteurs internationaux. Le risque moral est une autre cause. Le renflouement mexicain a encouragé les prêts imprudents et les États d'Asie de l'Est étaient prêts à renflouer les débiteurs privés.

Une grande part des entrées de capitaux consistait en des fonds d'arbitrage à court terme en quête de profits pouvant être tirés des écarts de taux d'intérêt. En outre, emprunter sur des marchés étrangers moins chers a réduit les coûts de financement des entreprises locales. Qui plus est, celles-ci ont subi une perte de compétitivité et une réduction des recettes issues de l'exportation à cause de l'arrivée de producteurs à bas coûts, venant notamment de République de Corée. Elles ont, par conséquent, investi davantage pour accroître la productivité et les parts de marché, participant ainsi à l'excès mondial de la demande pour plusieurs produits manufacturés exportés par l'Asie de l'Est. Comme au Japon dans la deuxième moitié des années 1980, l'expansion rapide de la capacité de production a été une cause majeure des difficultés financières qui ont suivi. Cela étant, tous les emprunteurs internationaux ne menaient pas leurs activités dans le secteur de l'exportation. Il y a eu un élan spéculatif sur le

\* Conseiller économique spécial, Centre Sud, et ancien directeur de la Division de la mondialisation et des stratégies de développement de la CNUCED à Genève. Rapport préparé pour le numéro 321 du *Third World Resurgence* (en anglais). Le rapport s'inspire de plusieurs écrits de l'auteur dont la monographie *Playing With Fire: Deepened Financial Integration and Changing Vulnerabilities of the Global South*, Oxford University Press, 2017; le rapport *The Management of Capital Flows and Financial Vulnerability in Asia*, TWN Global Economy Series N° 17, 2009, Penang, et le document *Causes and Sources of the Asian Financial Crisis* présenté à l'occasion du Host Country Event: Symposium on Economic and Financial Recovery in Asia, à l'occasion de la dixième session de la Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement, Bangkok, 17 février 2000, paru dans TWN Series on the Global Economy, N° 1, 2000, Penang.

marché de l'immobilier financé par des emprunts contractés à l'étranger, en particulier en Thaïlande. De la même manière, des entreprises privées de la région ont réalisé d'importants investissements dans des activités non commerciales, dont les infrastructures.

Les emprunteurs et les bailleurs de fonds ont sous-estimé les risques associés au taux de change étant donné que les taux étaient stables depuis longtemps dans la région. Les politiques de change menées dans la région ont été fortement critiquées pour avoir contribué à un excès d'emprunts extérieurs et pour avoir offert une voie à sens unique aux spéculateurs. La question de l'adéquation du régime de taux de change dans un contexte de liberté des mouvements de capitaux reste sans réponse. Aucun régime de change ne peut garantir la stabilité des taux. En effet, les faits ont montré que les crises de change peuvent éclater, que les régimes de change soient flexibles ou fixes. En période d'entrées massives de capitaux, un régime de change flottant peut pousser le taux de change nominal à la hausse, et faire grimper davantage encore les taux de change réels. Si les pays d'Asie de l'Est avaient laissé flotter les taux de change pendant la première moitié des années 1990 quand il entrait plus de capitaux que ce qui était nécessaire pour financer le compte courant, les taux de change nominaux auraient probablement augmenté et poussé le taux de change réel à la hausse et, par conséquent, encouragé l'arrivée de plus nombreux capitaux en quête de profits à tirer des différences de taux. Toutefois, la flexibilité accrue en période d'instabilité n'est pas un rempart contre une chute libre, comme l'a démontrée la situation en Asie de l'Est en 1997, particulièrement en Indonésie.

La déréglementation financière intérieure et la libéralisation des mouvements de capitaux ont constitué les principales erreurs stratégiques. Les économies d'Asie de l'Est ont été incitées à suivre le Japon sur le chemin de la libéralisation financière, à accorder une plus grande marge de manœuvre aux institutions financières dans les décisions d'emprunts et de prêts et à appliquer une politique monétaire fondée sur les marchés en assouplissant les contrôles réglementaires directs. Dans la République de Corée, l'abandon du contrôle des emprunts extérieurs et de l'orientation publique des investissements privés, deux mesures appliquées depuis la fin de la Deuxième Guerre mondiale, a été décisif. La libéralisation financière est allée plus loin encore en Asie du Sud-Est. La Thaïlande a créé la Bangkok International Banking Facility pour servir de relais aux investissements étrangers destinés aux pays de la région. Dans les faits, cette structure a canalisé les prêts étrangers à court terme vers les banques et sociétés financières thaïlandaises libéralisées. Il n'y a pas eu de contrôle des crédits immobiliers à effet de levier financés par des emprunts extérieurs, les prix de l'immobilier ont alors prospéré et les emprunteurs ont été très exposés au risque de baisse des prix de l'immobilier, de hausse des taux d'intérêt et de dépréciation du baht.

C'est pourquoi, l'investissement excessif dans les activités manufacturières, les investissements spéculatifs

dans l'immobilier et les emprunts excessifs à court terme en devises ont fortement contribué à la fragilité financière extérieure. Or, contrairement à la plupart des analyses qui ont été faites à l'époque, cela n'était pas dû au surcroît mais au manque d'intervention et de contrôle de l'État.

La crise a éclaté en Thaïlande quand ses réserves de change ont rapidement fondu, car les entrées nettes de capitaux ne suffisaient pas à combler le déficit grandissant du compte courant qui avait atteint 8 % du produit intérieur brut (PIB) fin 1996 et que la Banque centrale thaïlandaise ne pouvait plus maintenir le baht dans sa marge de fluctuation. Les difficultés se sont propagées, principalement par l'intermédiaire des taux de change, à d'autres économies de la région dont les composantes de la balance des paiements étaient plus saines. La décision de laisser flotter le baht a remis en question le postulat de la stabilité du taux de change sur laquelle était basée la division régionale du travail entre les pays de la région. À mesure que les pressions sur les taux de change s'élevaient, les marchés se sont vite rendu compte que la vulnérabilité financière était générale et que les réserves étaient insuffisantes. Les États ont dû adopter un régime de change flottant.

Un mouvement de panique a gagné toute la région, les spéculateurs étrangers vendant du baht ont été rejoints par des sociétés financières et non financières nationales 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. La République de Corée n'avait certes pas connu une bulle spéculative de l'immobilier, mais plusieurs entreprises avaient fait faillite. La République de Corée a connu le même sort que les pays d'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.

### **Enseignements tirés pour mieux répondre aux crises**

Les crises récurrentes de change, de la balance des paiements et financières qui ont touché les pays émergents dans les années 1990 et au début des années 2000, notamment la crise asiatique de 1997, montrent que l'arrivée massive de capitaux peut engendrer au moins quatre facteurs de vulnérabilité : i) des asymétries de monnaies et d'échéances dans les bilans des organismes privés, ii) des bulles du crédit, des actifs et des dépenses sur les marchés nationaux, iii) l'instabilité des monnaies et des déficits extérieurs et iv) le recours à l'aide et aux conseils du FMI au lieu de se prémunir contre l'arrêt soudain des entrées de capitaux, puis contre leur fuite. Depuis le début des années 2000, les pays émergents ont pris des mesures contre certains de ces facteurs de vulnérabilité, notamment parce qu'ils ont de nouveau vu arriver des capitaux en masse, à cause, d'abord, des bulles du crédit et des dépenses qui ont débouché sur une crise sévère aux États-Unis et en Europe en 2008 et, ensuite, des politiques d'extrême aisance monétaire que ces pays ont mis en

place pour résorber la crise. Toutefois, ils ont également ouvert davantage encore le compte de capital aux non-résidents et aux résidents, une mesure qui a accentué leur intégration dans le système financier international et créer de nouveaux canaux de propagation des crises financières extérieures sans pour autant supprimer les canaux traditionnels.

À certains égards, la poussée des mouvements de capitaux au XXI<sup>e</sup> siècle a été mieux gérée que dans les années 1990, et a été mieux gérée en Asie de l'Est que dans la plupart des autres pays émergents. L'une des premières mesures adoptées a consisté à se tourner vers des régimes de change flottants. Cependant, contrairement aux autres pays émergents qui ont appliqué des politiques monétaires principalement pour cibler l'inflation et laisser la monnaie fluctuer en fonction des mouvements de capitaux, la majorité des pays d'Asie de l'Est a évité les appréciations prononcées malgré la forte hausse des entrées de capitaux. Ils y sont parvenus non seulement en intervenant sur le marché des changes, mais aussi en prenant des mesures visant à décourager certains types de capitaux d'entrer sur leurs marchés, comme des taxes sur les intérêts et les gains en capital réalisés par les non-résidents sur les obligations d'État, des taxes sur les positions des banques et l'imposition de réserves obligatoires plus élevées pour les dépôts en monnaie locale effectués par les non-résidents. La République de Corée a utilisé ces mesures de telle manière que le won est devenu l'une des plus faibles monnaies de l'après crise de 2008 à une période où les entrées de capitaux étaient en forte hausse. Toutefois, si l'appréciation des taux de change réels était modérée en Thaïlande et en Malaisie avant la crise de 1997, il ne faut pas oublier que ce n'était pas le cas en République de Corée et en Indonésie.

Deuxièmement, comme de nombreuses autres économies, les économies d'Asie de l'Est se sont efforcées de se constituer un matelas de protection en accumulant de larges quantités de réserves de change. Contrairement à la plupart des économies émergentes, les réserves des économies d'Asie de l'Est ne provenaient pas uniquement des entrées de capitaux ; une grande partie provenait d'excédents du compte courant. En d'autres termes, il s'agissait de réserves acquises et non pas de réserves empruntées. Tous les pays qui ont été frappés par la crise de 1997 gèrent bien mieux leur balance commerciale extérieure depuis le début des années 2000, affichant soit un important excédent, soit un déficit modéré. Ils ont également essayé de renforcer la coopération régionale en matière de financement d'urgence en étendant et en multilatéralisant l'Initiative de Chiang Mai.

Troisièmement, afin de réduire l'exposition aux risques de crises de la dette extérieure, les pays d'Asie de l'Est, comme plusieurs pays émergents, ont eu pour but d'abandonner le financement par l'emprunt au profit du financement par prise de participation au motif que les investissements sous forme de participations sont moins risqués et plus stables. L'investissement

direct étranger (IDE) a été libéralisé et les limites générales et les plafonds par secteur imposés aux investissements de portefeuille sous forme de participation ont été allégés ou retirés. Par conséquent, les participations détenues par des non-résidents en pourcentage de capitalisation boursière ont nettement augmenté, pour s'établir entre 30 et 40 % et même dépasser 50 % dans certains pays, contre 15 % aux États-Unis. Le ratio était de 20 % en Malaisie et en Indonésie, de 30 % en Thaïlande et de presque 50 % en République de Corée.

Alors que la place boursière sud-coréenne est vaste, placée au douzième rang mondial des plus grandes places financières en termes de capitalisation boursière, plusieurs pays émergents ne disposent pas d'un solide bassin d'investisseurs locaux. Par conséquent, l'arrivée ou la sortie de quantités même relativement faibles d'investissements étrangers fait fortement fluctuer les cours. Même dans les pays où les non-résidents sont peu présents, comme la Chine, les cours sont devenus extrêmement sensibles aux changements d'appétence pour le risque à travers le monde, car les investisseurs locaux réagissent à présent en fonction du contexte mondial.

Quatrièmement, les asymétries de monnaies dans les bilans ayant constitué une cause majeure des crises qui ont touché les pays émergents, les États ont voulu réduire leur exposition aux risques de change en ouvrant les marchés obligataires locaux aux non-résidents et en empruntant dans leur propre monnaie. En Asie de l'Est, l'expansion des marchés obligataires régionaux a été vue comme une solution aux problèmes d'asymétrie des monnaies et des échéances qui a débouché sur l'initiative pour le marché obligataire asiatique en 2003. Plusieurs pays émergents ont arrêté d'émettre des titres de créance en devises sur les marchés internationaux. Une beaucoup plus grande proportion de dette publique détenue par des non-résidents est dorénavant émise sur les marchés nationaux, libellée en monnaie locale et assujettie à la juridiction locale.

La dette libellée en monnaie locale sur les marchés nationaux et détenue par des non-résidents n'est pas toujours prise en compte dans les statistiques de la dette extérieure, alors qu'elle devrait l'être selon la définition conventionnelle basée sur le lieu de résidence des détenteurs. Il résulte de cette anomalie que la dette extérieure des pays émergents est souvent sous-estimée. Par exemple, quand la banque centrale de Malaisie a appliqué une nouvelle définition de la dette extérieure en 2013, incluant tous les titres de dette détenus par les non-résidents indépendamment de la monnaie dans lesquels ils étaient libellés et du lieu où ils étaient émis, la dette extérieure de la Malaisie est passée de 30,5 % du PIB à plus de 60 %.

Qu'elle soit libellée en monnaie locale ou en dollars, la dette détenue par les non-résidents est un indicateur central de l'exposition aux risques extérieurs. Par exemple, les États-Unis ont toujours été préoccupés du fait que des bons d'État soient détenus par des non-résidents. Environ un tiers des bons d'État américain sont détenus par des non-résidents. Par conséquent, la dette souveraine de

nombreuses économies émergentes est plus internationalisée que par le passé. Dans certains pays émergents, plus de 50 % des obligations d'État sont détenues par des non-résidents. En Indonésie et en Malaisie, cette proportion oscillait entre 30 % et 40 % ces dernières années. Toutefois, la proportion est plus élevée quand les titres de dette émis sur les marchés internationaux sont inclus dans les calculs. Contrairement aux bons d'État américains, les titres de dette ne sont pas détenus par des banques centrales étrangères ou d'autres organismes publics mais figurent dans le portefeuille d'investisseurs versatiles.

Ouvrir les marchés obligataires locaux et l'emprunt en monnaie locale aux non-résidents a sans aucun doute fait passer le risque de change supporté par l'État aux emprunteurs. Cependant, cette mesure a aussi eu pour effet d'augmenter l'exposition aux chutes des taux de change et de réduire l'autonomie en matière de contrôle des taux intérieurs à long terme et d'accentuer leur sensibilité aux fluctuations sur les marchés de la dette des plus grandes économies avancées. De ce fait, les marchés locaux ne peuvent plus être la *roue de secours* des emprunteurs locaux quand ils ne peuvent plus obtenir de financements extérieurs. Cela pourrait être tout aussi, si ce n'est plus, nuisible que l'exposition aux risques de variations de taux de change pendant la période transitoire où les banques centrales des plus grandes économies avancées ont rehaussé les taux d'intérêt précédemment bas et où elles ont ramené leur bilan à la normale.

Cinquièmement, la plupart des économies émergentes ont aussi délaissé l'emprunt international au profit de l'emprunt local auprès des banques internationales en leur ouvrant leur secteur bancaire. La part des banques étrangères présentes dans les économies émergentes a fortement augmenté depuis le début des années 2000, même si la crise aux États-Unis et en Europe a fait partir, dans une certaine mesure, les banques de ces économies. En Indonésie, la moitié des banques sont étrangères. En 1996, il n'y avait pas de banque étrangère en République de Corée, mais elles sont rapidement devenues de plus en plus nombreuses depuis les années 2000. Les créances des banques internationales libellées en monnaie locale sur des résidents sont passées de 15 % de la totalité des créances au milieu des années 1990 à 40 % au début de la crise mondiale. L'emprunt local des banques étrangères dans toutes les monnaies, toutes devises comprises, est à présent plus important que l'emprunt international. Comme pendant la crise de la zone euro, les banques étrangères sont des vecteurs de transmission de l'instabilité financière des économies avancées, propageant les crises du crédit de leur pays d'origine à leur pays d'accueil, et ne protègent pas les marchés du crédit nationaux contre les crises financières internationales.

Sixièmement, les réglementations et le contrôle bancaires des pays d'Asie de l'Est ont été améliorés, ce qui a eu pour conséquence d'encourager la prudence en matière d'octroi de crédit et de restreindre les asymétries de monnaies et d'échéances dans le bilan des banques. Cela étant, à l'heure actuelle, les banques jouent un rôle bien

moins important dans l'intermédiation des mouvements de capitaux internationaux que dans les années 1990. Les émissions d'obligations par les sociétés ont augmenté plus vite que les prêts bancaires internationaux, qu'ils soient octroyés directement ou par l'intermédiaire de banques locales, et une très grande part des capitaux entrants se dirigent directement vers le marché des titres, sans passer par le système bancaire.

Septièmement, l'ouverture des marchés nationaux des actifs et du crédit aux non-résidents s'est accompagnée d'une vaste libéralisation des mouvements de capitaux pour les résidents des pays d'Asie de l'Est et d'ailleurs. Depuis la crise mondiale, les sociétés non financières accumulent des dettes gigantesques en dollars, principalement en émettant des obligations internationales. Dans les grandes économies émergentes, des dettes ont aussi été contractées par l'intermédiaire de filiales étrangères. Ces emprunts ne sont pas toujours rapatriés et comptabilisés comme des entrées de capitaux et des dettes extérieures ; or ils ont des effets similaires sur la fragilité des sociétés. En Asie de l'Est, l'accumulation de dettes est particulièrement forte en Indonésie et en République de Corée. Cela veut dire que la réduction des asymétries de monnaies dans les bilans est largement limitée à la dette souveraine alors que les sociétés privées ont accru leurs dettes dans des monnaies de réserve à taux d'intérêt bas, comme dans les années 1990.

Huitièmement, la plupart des économies émergentes d'Asie ont laissé et même encouragé les sociétés à investir à l'étranger et à prendre une dimension mondiale, en recourant occasionnellement au levier financier international. Les restrictions à l'acquisition de valeurs étrangères, d'actifs immobiliers et de dépôts par les résidents privés et les investisseurs institutionnels ont été allégées ou supprimées en Malaisie, en République de Corée et en Thaïlande. Pendant les périodes de fortes hausses des entrées de capitaux, l'un des objectifs de la libéralisation des investissements extérieurs était de relâcher les pressions haussières exercées sur les monnaies et d'éviter les interventions coûteuses sur les marchés des changes étrangers. Autrement dit, la libéralisation des sorties de capitaux opérées par des résidents a substitué aux restrictions appliquées sur les entrées de capitaux des non-résidents.

Enfin, comme beaucoup d'autres, les économies d'Asie de l'Est n'ont pas pu empêcher les politiques monétaires d'extrême aisance monétaire menées aux États-Unis, en Europe et au Japon de former des bulles du crédit et des actifs sur les marchés intérieurs au cours des dix dernières années. C'est en Corée et en Malaisie que la dette non financière des sociétés s'est accrue le plus vite, à savoir entre 15 et 20 points de pourcentage du PIB, dettes extérieures et intérieures comprises. La Malaisie a le ratio d'endettement des ménages le plus élevé des pays en développement, soit 90 % du PIB. En Corée, le ratio d'endettement des ménages en pourcentage du PIB est plus élevé que le ratio aux États-Unis et que la moyenne des pays de l'OCDE. En Thaïlande aussi l'endettement des ménages a

fortement augmenté ; depuis 2007 il a crû de 25 point de pourcentage du PIB.

### Exposition aux crises financières mondiales

Le régime de compte de capital des économies émergentes, y compris d'Asie de l'Est, est plus avantageux à l'heure actuelle pour les résidents et les non-résidents que dans les années 1990. La présence étrangère sur les marchés du crédit, des actions et de la dette n'a jamais été aussi forte, ce qui a des effets sur la liquidité du marché et l'évaluation boursière et qui expose fortement les économies aux conditions financières mondiales. De même, les résidents de ces pays sont de plus en plus actifs sur les marchés financiers internationaux, pour emprunter et investir. Par conséquent, toutes les économies émergentes sont à présent exposées aux turbulences et cycles financiers économiques, peu importe la position de leur balance des paiements, leur dette extérieure, leurs avoirs extérieurs nets et la position de leurs réserves internationales même si l'ampleur des conséquences que les turbulences peuvent causer dépend fortement de ces éléments.

En effet, les marchés des actifs et des changes de toutes les économies émergentes, dont la Chine et les économies d'Asie de l'Est dont les positions des investissements et des réserves internationales sont solides, ont plusieurs fois connus des remous ces dix dernières années, la première fois étant au moment de la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008. Les conséquences de cette faillite ont été fortes mais de courte durée du fait de la politique d'extrême aisance monétaire mise en place par les États-Unis. Par la suite, ces marchés ont encore été mis sous pression, d'abord pendant l'extrême nervosité (*taper tantrum*) des marchés de mai 2013 provoquée par l'annonce de la Fed de son intention de réduire progressivement le montant des rachats d'actifs, puis en octobre 2014 quand les perspectives de croissance mondiale étaient préoccupantes notamment à cause de la hausse des taux d'intérêt aux États-Unis et, enfin, fin 2015, juste avant la hausse des taux directeurs aux États-Unis pour la première fois en sept ans. Ces courtes périodes d'instabilité n'ont pas eu de graves répercussions, car elles se sont limitées à de brèves perturbations passagères causées par l'humeur changeante des marchés sans qu'il n'y ait de changement majeur de la politique d'aisance monétaire. Elles ont cependant montré le type de turbulences que les économies émergentes pouvaient être amenées à affronter si la politique monétaire des États-Unis revenait à la normale, si les taux d'intérêt repartaient à la hausse et si la liquidité mondiale se contractait.

Après la crise asiatique, l'exposition aux risques extérieurs a été évaluée en fonction de l'adéquation du niveau des réserves à combler les dettes extérieures à court terme libellées en devises, pris comme une dette dont la durée de remboursement était encore supérieure à un an. Alors que c'est le facteur le plus souvent utilisé pour mesurer la soutenabilité de la dette, l'expérience montre qu'il n'y a pas nécessairement un lien étroit entre la pression exercée sur les réserves et la dette extérieure à court terme. Il arrive souvent que les fortes baisses de réserves de change

soient principalement dues à d'autres causes que la dette à court terme libellée en devises.

La sensibilité aux crises de liquidité et de change ne vient pas uniquement de la dette en devises à court terme. Les pays dont la présence étrangère est forte sur les marchés des actions, des obligations et des dépôts pourraient être exposés à des risques même si leur niveau de dette en devises à court terme n'était pas élevé. Des pressions peuvent s'exercer sur les devises si la présence étrangère est forte dans les marchés des titres et des dépôts intérieurs et si le compte de capital est ouvert pour les résidents. Une fuite rapide et généralisée peut générer d'importantes perturbations aux lourdes conséquences macroéconomiques, même si les pertes dues à la baisse des cours et des monnaies sont supportées par les investisseurs étrangers et limitent la diminution des réserves. Les difficultés financières pourraient s'aggraver si elles s'accompagnaient d'une fuite des capitaux de résidents. En effet, les sorties de capitaux des résidents et non pas des investisseurs étrangers pourraient bien être une des principales causes de l'assèchement des réserves et de la dévaluation des monnaies, comme cela a été le cas notamment en 2015-2016 quand les réserves de la Chine ont diminué de 1 000 milliards de dollars.

Des pressions similaires ont eu lieu en Malaisie depuis la mi-2014 principalement à cause de l'instabilité politique quand les détenteurs étrangers de titres de dette nationaux ont commencé à se défaire des avoirs libellés en ringgit. Les marchés des titres et des changes ont brusquement chuté et les réserves internationales sont passées de 130 milliards de dollars à 97 milliards de dollars en juin 2015. En octobre 2015, le ringgit a atteint son niveau le plus bas depuis septembre 1998 lorsqu'il était indexé sur le dollar. Bien qu'il soit reparti à la hausse par la suite, fin 2016 il demeurait en dessous des plus bas niveaux atteints pendant la crise de janvier 1998, car les investisseurs continuaient de se délester des avoirs nationaux en réaction aux mesures prises pour limiter la spéculation sur les écarts de change et aux perspectives de hausse des taux d'intérêt aux États-Unis.

Dans les quatre pays d'Asie de l'Est directement touchés par la crise de 1997, les réserves internationales sont, à l'heure actuelle, au même niveau que la dette extérieure à court terme libellée en dollar. Toutefois, elles n'offrent pas toujours une marge de manœuvre suffisante pour couvrir une sortie massive et soutenue des investisseurs étrangers désireux de quitter les marchés des titres et des dépôts intérieurs, ainsi qu'une fuite de capitaux des résidents. Tel est notamment le cas de la Malaisie où le stock de réserves internationales à disposition pour amortir la dette à court terme libellée en dollar est relativement faible alors que les titres détenus par les non-résidents sur les marchés des titres et de la dette intérieurs sont très nombreux. <sup>1</sup>D'après les plus récents chiffres de la banque centrale malaisienne, les réserves internationales s'élèvent à 425 milliards de ringgit, tandis que la dette extérieure à court terme, dont les prêts à court terme contractés à l'étranger et les obligations et effets émis sur les marchés

extérieurs, et les dépôts et titres de dette à court termes libellés en ringgit représentent 413 milliards de ringgit. Cependant, ce dernier chiffre ne prend pas en compte la dette à long terme libellée en monnaie locale détenue par des non-résidents qui, additionnée à leurs nombreux avoirs en actions, constituent une cause importante de réduction des réserves dans l'éventualité de tensions sur les marchés financiers, comme cela a été le cas après 2014.

À l'inverse, la position des réserves internationales de la Thaïlande semblait confortable, car les réserves qui étaient bien supérieures à la dette à court terme libellée en dollar (de 150 milliards de dollar) constituaient un filet de sécurité contre le départ rapide des investisseurs étrangers des marchés des titres. En Indonésie aussi les réserves dépassaient de loin (80 milliards de dollars) la dette à court terme libellée en dollar, mais les avoirs étrangers sur les marchés des obligations et des actions intérieurs sont également considérables et le compte courant est en déficit. Le pays a été classé parmi les 5 pays les plus fragilisés par la crise par les économistes de Morgan Stanley en 2013 pour sa dépendance excessive aux investissements étrangers non fiables pour financer la croissance. De même, en République de Corée, l'excédent des réserves était grand (plus de 250 milliards de dollars) mais les avoirs étrangers en titres intérieurs sont deux fois plus élevés. Le départ rapide des capitaux des marchés des titres pourrait, par conséquent, exercer des pressions sur le won. En effet, quand la République de Corée a subi les effets de la crise qui a éclaté aux États-Unis en 2008, ses réserves internationales ont fondu de 60 milliards de dollars et elle a reçu un accord de crédit réciproque avec la Fed.

Au cours des quinze dernières années, les grandes économies émergentes n'ont pas traversé de grave crise financière, car la conjoncture financière mondiale est restée très favorable grâce aux politiques d'extrême aisance monétaires pratiquées aux États-Unis, en Europe et au Japon. Dans ce contexte, une accoutumance à l'argent bon marché s'est développée, les dettes se sont considérablement accumulées et la présence étrangère sur les marchés des titres, du crédit et de l'immobiliser s'est fortement accrue dans les économies émergentes. Par conséquent, celles-ci sont très exposées aux risques que présente un changement soudain et continu de ces conditions. Le matelas de protection qu'elles se sont constitué en accumulant des réserves internationales pourrait ne pas suffire si les entrées de capitaux s'arrêtaient brusquement, les investisseurs étrangers partaient en masse et les résidents retireraient leurs capitaux. Elles ne pourraient pas compter sur la coopération Sud-Sud, comme la multilatéralisation de l'initiative de Chiang Mai des pays d'Asie de l'Est et la réserve de prévoyance du groupe BRICS. La multilatéralisation de l'initiative de Chiang Mai n'est pas assez vaste et a été mal conçue : le fonds représente environ 1,5 % du PIB total des pays concernés et l'obtention d'un financement dépassant 30 % de la quote-part est liée à la conclusion d'un programme du FMI. L'initiative n'a jamais été activée. Au moment de la faillite de Lehman Brothers, la République de Corée et Singapour se sont tournées vers

la Fed et l'Indonésie a garanti le financement en concluant un consortium dirigé par la Banque mondiale. La réserve de prévoyance n'est pas plus convaincante que l'initiative de Chiang Mai. Elle est destinée à compléter plutôt qu'à remplacer les outils existants du FMI. Elle est plus petite en taille et, au-dessus d'un certain seuil, l'obtention du financement est également liée à la conclusion d'un programme du FMI.

En cas de grave crise de liquidité, seules deux options se présenteraient : demander l'aide du FMI et des banques centrales des pays dont la monnaie sert de monnaie de réserve ou prendre des mesures non orthodoxes, allant même plus loin que les mesures adoptées par la Malaisie pendant la crise de 1997, qui a imposé la recapitalisation interne des créanciers et des investisseurs internationaux en instaurant, entre autres, des contrôles des changes et un moratoire provisoire de la dette, et des restrictions sélectives dans le commerce et la finance pour préserver l'activité économique et l'emploi. Les pays d'Asie de l'Est, comme la plupart des pays émergents, semblent réticents à se tourner une fois encore vers le FMI. Cependant, ils pourraient rencontrer d'importantes difficultés pour mettre en place unilatéralement des mesures hétérodoxes, comme des créanciers engageant des poursuites et des pays créanciers appliquant des sanctions. Par conséquent, fortifier leur intégration dans un système financier international instable par nature avant d'avoir atteint une certaine maturité économique et financière et sans avoir établi des mécanismes multilatéraux apportant une solution équitable et ordonnée aux crises extérieures de la dette et des liquidités pourrait leur coûter très cher.

### Note de fin :

D'après les derniers chiffres de la banque centrale malaisienne, en date du 14 juillet 2017, la dette extérieure à court terme des banques et des sociétés non bancaires s'élève à 398 milliards de ringgit. Au taux de change actuel, ce montant équivaut à plus de 90 milliards de dollar alors que les réserves représentent 99 milliards de dollars. Comme une grande partie de la dette privée à court terme est libellée en dollar (ou dans une autre monnaie de réserve), la marge des réserves pour compenser la dette extérieure à court terme libellée en dollar est faible et est estimée à moins de 20 milliards de dollars.

### Précédents rapports sur les politiques publiés par le Centre Sud

N° 1, août 2009 — The Role of the United Nations in Global Economic Governance, écrit par Yılmaz Akyüz

N° 2, mars 2010 — The Global Financial Crisis and India, écrit par Y.V. Reddy

N° 3, septembre 2010 — Some Preliminary Thoughts on New International Economic Cooperation, écrit par Bhagirath L. Das

N° 4, mars 2011 — Le Protocole de Nagoya sur l'APA et les pathogènes, écrit par Gurdial Singh Nijar

N° 5, mai 2011 – Programme de réforme financière : aperçu des évolutions récentes , écrit par Andrew Cornford

N° 6, août 2011 – Les fondements du « développement durable »

N° 7, novembre 2011 – Où en est la mise en oeuvre de la Déclaration de Doha sur les ADPIC et la santé publique dix ans après son adoption ?, écrit par le Centre Sud

N° 8, avril 2012 – Adopter une convention juridiquement contraignante pour repenser le modèle de R-D de produits pharmaceutiques, écrit par Germán Velásquez

N° 9, novembre 2011 – Propositions concernant le cadre institutionnel du développement durable, soumises par le Centre Sud en vue de leur examen dans le cadre du processus de Rio+20

N° 10, juin 2012 – The State of the World Economy, écrit par Yılmaz Akyüz

N° 11, octobre 2012 – L'instabilité financière comme menace au développement durable, écrit par Yılmaz Akyüz

N° 12, novembre 2012 – Les accords commerciaux et d'investissement : des obstacles aux mesures nationales de santé publique et de lutte contre le tabagisme, écrit par Carlos Correa, Nirmalya Syam et Germán Velásquez

N° 13, octobre 2012 – Mécanismes statutaires de renégociation de la dette souveraine : pourquoi et comment ?, écrit par Yılmaz Akyüz

N° 14, décembre 2012 – La politique financière nationale dans les pays en développement, par Yılmaz Akyüz

N° 15, janvier 2013 – Capital Account Regulations and Investor Protections in Asia, écrit par Manuel F. Montes

N° 16, septembre 2014 – Resolving Debt Crises: How a Debt Resolution Mechanism Would Work, écrit par Martin Khor

N° 17, mai 2014 – La relation entre le TIRPAA, l'UPOV et l'OMPI et l'importance d'un système juridique international plus cohérent sur les droits des agriculteurs, écrit par le Programme IAKP du Centre Sud

N° 18, mai 2015 – Le Protocole de Nagoya : présentation de ses principales caractéristiques, des défis qu'il pose et des perspectives qu'il ouvre, écrit par le Programme IAKP du Centre Sud

N° 19, juillet 2015 – Financing for Development Conference 2015: A View from the South, écrit par Manuel F. Montes

N° 20, août 2015 – Internationalisation de la finance et nouvelles sources de vulnérabilité des économies émergentes et en développement : le cas de la Malaisie, écrit par Yılmaz Akyüz

N° 21, septembre 2015 – Lack of Progress at the Twenty-Second Session of the WIPO SPC for a Balanced and Development-Oriented Work Programme on Patent Law Related Issues, écrit par Nirmalya Syam

N° 22, septembre 2015 – Les négociations de l'OMPI sur la propriété intellectuelle, les ressources génétiques et les connaissances traditionnelles peuvent-elles aboutir ?, écrit par Viviana Muñoz Tellez

N° 23, octobre 2015 – Principes directeurs relatifs à la brevetabilité et accès aux médicaments, écrit par Germán Velásquez

N° 24, mars 2016 – Five Points on the Addis Ababa Action Agenda, écrit par Manuel F. Montes

N° 25, mai 2016 – The Right to Development, Small Island Developing States and the SAMOA Pathway, écrit par Manuel F. Montes

N° 26, juin 2016 – Debt Dynamics in China – Serious problems but an imminent crisis is unlikely, écrit par Yuefen Li

N° 27, août 2016 – The Right to Development: 30 Years On, écrit par Martin Khor

N° 28, septembre 2016 – À propos du champ d'application de l'instrument international juridiquement contraignant sur les sociétés transnationales et autres entreprises et les droits de l'homme, écrit par Carlos M. Correa

N° 29, septembre 2016 – Tackling Antimicrobial Resistance: Challenges for Developing Countries, écrit par Mirza Alas et Viviana Muñoz Tellez

N° 31, octobre 2016 – Comment un instrument juridiquement contraignant pourrait éliminer les obstacles que rencontrent les victimes d'atteintes aux droits humains par des sociétés transnationales et d'autres entreprises pour recourir à la justice, écrit par Daniel Uribe

N° 32, octobre 2016 – Protection des droits humains et investissement des sociétés : Réflexion sur l'éventuelle influence d'un futur instrument juridiquement contraignant régissant le respect des droits humains par les sociétés sur l'IDE, écrit par Kinda Mohamadieh

N° 33, décembre 2016 – Outcome of the Assemblies of the Member States of the World Intellectual Property Organization 2016, écrit par Nirmalya Syam et Yujiao Cai

N° 34, décembre 2016 – Air pollution – the silent top global cause of death and of climate change, écrit par Martin Khor

N° 35, janvier 2017 – On the Existence of Systemic Issues and their Policy Implications, écrit par Manuel F. Montes

N° 36, février 2017 – Gandhi: Walking with us today, écrit par Gurdial Singh Nijar

N° 37, mars 2017 – The Need to Avoid "TRIPS-Plus" Patent Clauses in Trade Agreements, écrit par Martin Khor

N° 38, avril 2017 – Implications of a US Border Adjustment Tax, Especially on Developing Countries, écrit par Martin Khor

N° 39, mai 2017 – Highlights of the WHO Executive Board: 140th Session, écrit par Nirmalya Syam et Mirza Alas

N° 40, juin 2017 – Outcomes of the Nineteenth Session of the WIPO Committee on Development and Intellectual Property: A Critical Reflection, écrit par Nirmalya Syam

N° 41, juillet 2017 – Quantification of South-South cooperation and its implications to the foreign policy of developing countries, écrit par Márcio Lopes Corrêa



**CENTRE  
SUD**

Unité du Sud, progrès du Sud.

Chemin du Champ-d'Anier 17  
1211 Genève  
Suisse

Tél. : (4122) 791 8050  
Fax : (4122) 798 8531

E-mail : [south@southcentre.int](mailto:south@southcentre.int)  
<http://www.southcentre.int>

*Le Centre Sud est l'organisation intergouvernementale de pays en développement qui aide les pays du Sud à unir leurs forces et leurs compétences pour défendre leurs intérêts communs sur la scène internationale. Le Centre Sud a été institué en vertu de l'Accord portant création du Centre Sud qui est entré en vigueur le 31 juillet 1995. Il siège à Genève (Suisse).*