

ÉMERGENTES
ÉCONOMIES
TRANSITION

Séminaires du Centre
de Développement

**Pour une relance
durable en Asie
Mobiliser des
ressources pour
le développement**

DÉVELOPPEMENT



OCDE 

Préface par
Jorge Braga de Macedo
et Tadao Chino



© OCDE, 2000

© Logiciel, 1987-1996, Acrobat, marque déposée d'ADOBE.

Tous droits du producteur et du propriétaire de ce produit sont réservés. L'OCDE autorise la reproduction d'un seul exemplaire de ce programme pour usage personnel et non commercial uniquement. Sauf autorisation, la duplication, la location, le prêt, l'utilisation de ce produit pour exécution publique sont interdits. Ce programme, les données y afférentes et d'autres éléments doivent donc être traités comme toute autre documentation sur laquelle s'exerce la protection par le droit d'auteur.

Les demandes sont à adresser au :

Chef de la division des Publications
Direction des relations publiques et de la communication
2, rue André-Pascal
75775 Paris, Cedex 16, France.

Séminaires du Centre de Développement

Pour une relance durable en Asie

MOBILISER DES RESSOURCES
POUR LE DÉVELOPPEMENT

Préface par

Jorge Braga de Macedo et Tadao Chino

BANQUE ASIATIQUE DE DÉVELOPPEMENT
CENTRE DE DÉVELOPPEMENT DE L'ORGANISATION
DE COOPÉRATION ET DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUES

ORGANISATION DE COOPÉRATION ET DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUES

En vertu de l'article 1^{er} de la Convention signée le 14 décembre 1960, à Paris, et entrée en vigueur le 30 septembre 1961, l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE) a pour objectif de promouvoir des politiques visant :

- à réaliser la plus forte expansion de l'économie et de l'emploi et une progression du niveau de vie dans les pays Membres, tout en maintenant la stabilité financière, et à contribuer ainsi au développement de l'économie mondiale;
- à contribuer à une saine expansion économique dans les pays Membres, ainsi que les pays non membres, en voie de développement économique;
- à contribuer à l'expansion du commerce mondial sur une base multilatérale et non discriminatoire conformément aux obligations internationales.

Les pays Membres originaires de l'OCDE sont : l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, le Canada, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Islande, l'Italie, le Luxembourg, la Norvège, les Pays-Bas, le Portugal, le Royaume-Uni, la Suède, la Suisse et la Turquie. Les pays suivants sont ultérieurement devenus Membres par adhésion aux dates indiquées ci-après : le Japon (28 avril 1964), la Finlande (28 janvier 1969), l'Australie (7 juin 1971), la Nouvelle-Zélande (29 mai 1973), le Mexique (18 mai 1994), la République tchèque (21 décembre 1995), la Hongrie (7 mai 1996), la Pologne (22 novembre 1996) et la Corée (12 décembre 1996). La Commission des Communautés européennes participe aux travaux de l'OCDE (article 13 de la Convention de l'OCDE).



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

*
* * *

Also available in English under the title:

Sustainable Recovery in Asia
MOBILISING RESOURCES FOR DEVELOPMENT

© BAD/OCDE 2000

Les permissions de reproduction partielle à usage non commercial ou destinée à une formation doivent être adressées au Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC), 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris, France, Tél. (33-1) 44 07 47 70, Fax (33-1) 46 34 67 19, pour tous les pays à l'exception des États-Unis. Aux États-Unis, l'autorisation doit être obtenue du Copyright Clearance Center, Service Client, (508)750-8400, 222 Rosewood Drive, Danvers, MA 01923 USA, or CCC Online : <http://www.copyright.com/>. Toute autre demande d'autorisation de reproduction ou de traduction totale ou partielle de cette publication doit être adressée aux Éditions de l'OCDE, 2, rue André-Pascal, 75775 Paris Cedex 16, France.

Banque Asiatique de Développement

Créée en 1966, la Banque asiatique de développement (BAD) est une organisation multilatérale de financement du développement. Elle rassemble 59 pays membres, pour l'essentiel de l'Asie et du Pacifique.

La BAD a pour objectif fondamental de réduire la pauvreté dans la région Asie-Pacifique. A cette fin, elle s'efforce de favoriser la croissance économique, de soutenir le développement humain, d'améliorer le statut des femmes et de protéger l'environnement. La BAD fournit une aide à ses pays membres en développement par deux moyens principaux : les prêts et l'assistance technique. L'aide est en grande partie utilisée dans le cadre de programmes et de projets publics, mais la BAD accorde également une attention particulière au développement du secteur privé.

Le siège de la BAD est situé à Manille, aux Philippines. La Banque dispose également de missions résidentes dans treize pays, d'une mission régionale pour le Pacifique et de trois bureaux représentants à Francfort, Tokyo et Washington, DC. La BAD emploie environ 2000 personnes originaires de près de 50 pays.

Siège
6 ADB Avenue, Mandaluyong City
401 Metro Manila, Philippines

Adresse postale
P.O. Box 789
0980 Manille, Philippines

Tél. : (63-2) 632-4444
Mél : information@adb.org
Internet : <http://www.adb.org>

Centre de Développement de l'OCDE

Le Centre de Développement de l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques a été créé par décision du Conseil de l'OCDE, en date du 23 octobre 1962, et regroupe vingt-trois des pays Membres de l'OCDE : l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, le Canada, la Corée, le Danemark, la Finlande, l'Espagne, la France, la Grèce, l'Islande, l'Irlande, l'Italie, le Japon, le Luxembourg, le Mexique, la Norvège, les Pays-Bas, la Pologne, le Portugal, la République tchèque, la Suède et la Suisse, ainsi que l'Argentine et le Brésil depuis mars 1994, et le Chili depuis novembre 1998. La Commission des Communautés européennes participe également à la Commission Consultative du Centre.

Il a pour objet de rassembler les connaissances et données d'expériences disponibles dans les pays Membres, tant en matière de développement économique qu'en ce qui concerne l'élaboration et la mise en œuvre de politiques économiques générales ; d'adapter ces connaissances et ces données d'expériences aux besoins concrets des pays et régions en développement et de les mettre à la disposition des pays intéressés, par des moyens appropriés.

Le Centre occupe, au sein de l'OCDE, une situation particulière et autonome qui lui assure son indépendance scientifique dans l'exécution de ses tâches. Il bénéficie pleinement, néanmoins, de l'expérience et des connaissances déjà acquises par l'OCDE dans le domaine du développement.

Avant-propos

Cet ouvrage est issu du Forum international sur les perspectives asiatiques, organisé conjointement par la Banque asiatique de développement et le Centre de Développement de l'OCDE. Il s'inscrit dans le cadre du programme de recherche du Centre sur le thème *Mouvements de capitaux, crises financières et développement* et des activités de coopération extérieure du Centre. La sixième réunion du Forum s'est tenue à Paris les 3 et 4 juillet 2000 sur le thème «Après la crise : comment mobiliser des ressources pour le développement ».

Table des matières

Préface	
<i>Jorge Braga de Macedo et Tadao Chino</i>	7
Introduction	
<i>Colm Foy, Yun-Hwan Kim et Helmut Reisen</i>	9

PREMIÈRE PARTIE

QUELLES RESSOURCES POUR LE DÉVELOPPEMENT ?

Agenda politique pour réformer le secteur financier en Asie après la crise	
<i>Yun-Hwan Kim</i>	19
Les résultats budgétaires et la crise économique de l'Asie de l'Est	
<i>J. Edgardo Campos et David Jay Green</i>	49
Pourquoi l'Asie a besoin de l'épargne étrangère après la crise	
<i>Helmut Reisen et Marcelo Soto</i>	73
Les meilleures pratiques pour promouvoir les investissements du secteur privé dans les infrastructures	
<i>Sean M. O'Sullivan</i>	97

DEUXIÈME PARTIE
APPLIQUER LES MESURES NÉCESSAIRES

Allocution d'ouverture	
<i>Stéphane Pallez</i>	121
Discours de bienvenue	
<i>Jorge Braga de Macedo</i>	125
Discours d'introduction	
<i>Tadao Chino</i>	131
L'Asie après la crise : mobiliser des fonds <i>via</i> les marchés des capitaux, les institutions financières internationales et le secteur privé	
<i>Christine Wallich</i>	135
Vers la croissance durable de l'économie asiatique	
<i>Ken Yagi</i>	141
Un optimisme sans complaisance	
<i>Norbert Walter</i>	147
Réforme des dépenses publiques	
<i>Hafiz Ahmed Pasha</i>	155
Appréhender le risque dans les mouvements de capitaux : une approche globale par la VaR	
<i>José Braz</i>	167
Investissement direct étranger en Corée : le rôle du médiateur	
<i>Kim Wan-Soon</i>	175
Leçons de la crise asiatique	
<i>Philippe de Fontaine Vive</i>	191
Programme	195
Liste des auteurs et des participants	201

Préface

Le sixième Forum international sur les perspectives asiatiques s'est tenu début juin 2000 afin d'examiner les divers moyens de mobiliser, après la crise économique, des ressources financières nouvelles et durables, notamment pour le financement de projets de développement. Le Forum, créé en 1995 par la Banque asiatique de développement et le Centre de Développement de l'OCDE, sert de tribune pour les débats portant sur les problèmes économiques actuels de l'Asie, et réunit experts et autres parties prenantes — décideurs, hommes d'affaires, universitaires et journalistes.

Les raisons de la crise financière de la fin des années 90 donneront matière à discussion pendant de nombreuses années encore, mais tout le monde s'accorde sur le fait que la volatilité des flux financiers y a largement contribué. Si l'Asie de l'Est, en plein développement, a essentiellement bâti sa croissance sur l'épargne intérieure, elle a également largement bénéficié de flux étrangers. Quand ceux-ci se sont retirés, les économies ont vacillé. Cela a eu des effets considérables sur les budgets nationaux, entraînant la contraction des recettes au moment même où les dépenses flambaient. Cette crise a également révélé l'incapacité du secteur public à financer les projets de développement.

La fourniture d'infrastructures et de services publics s'est progressivement mise à dépendre de la participation du secteur privé. Participation qui peut s'exprimer sous la forme de partenariats dans la prestation de services, ou de la privatisation de pans de l'économie relevant traditionnellement du domaine public. Si l'on veut que le secteur privé s'implique dans la fourniture de biens et de services publics, et s'y maintienne, de solides sources de financement doivent être trouvées, parallèlement à la création d'un environnement économique favorisant les investissements à long terme.

Les grandes conclusions du sixième Forum international sur les perspectives asiatiques soulignent l'urgence de trouver des solutions novatrices à la question du financement du développement. Le Forum a également insisté à nouveau sur le fait que, au-delà de la croissance, le développement économique est tributaire de la réduction de la pauvreté et de la création d'emplois. Nous espérons que cet ouvrage contribuera du même coup à l'adoption, dans toute la région, de stratégies adaptées de lutte contre la pauvreté.

Jorge Braga de Macedo
Président
Centre de Développement de l'OCDE
Paris

Tadao Chino
Président
Banque asiatique de développement
Manilla

octobre 2000

Liste des sigles et abréviations

APD	Aide publique au développement
BAD	Banque asiatique de développement
CPET	Construction-propriété-exploitation-transfert
CET	Construction-exploitation-transfert
CSD	Central Securities Depository
DVP	Delivery versus Payment (Livraison contre paiement en temps réel)
EFB	Effets du fonds de stabilisation des changes
EFN	Bons du fonds de stabilisation des changes
EFP	Papier du fonds de stabilisation des changes
EMBI	Emerging Market Bond Index (Indice obligataire des marchés émergents)
EP	Entreprise publique
FMI	Fonds monétaire international
IDE	Investissement direct étranger
IPC	Indice des prix à la consommation
LIBOR	London Interbank Offered Rate
MGE	Moyennes et grandes entreprises
MPE	Micro et petites entreprises
NSDD	Norme spéciale de diffusion des données
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OIO	Office of the Investment Ombudsman (Bureau du médiateur pour les investissements)
PIB	Produit intérieur brut
PPA	Parité de pouvoir d'achat
PSP	Participation du secteur privé
S&P	Standard & Poor's
SGB	Système de gouvernance par les banques

Note : Nomenclature des pays

- a)* Chine renvoie à la République populaire de Chine (RPC).
- b)* Hong Kong, Hong Kong, Chine (convention BAD) et Hong Kong (Chine) (convention OCDE) sont utilisés indifféremment.
- c)* La République de Corée est notée Corée dans ce volume.
- d)* Taïpei, Chine (convention BAD) et Taïpei chinois (convention OCDE) sont utilisés indifféremment.

Introduction

*Colm Foy, Yun-Hwan Kim et Helmut Reisen**

La reprise économique qui a suivi la profonde crise financière de 1997-98 en Asie a été remarquable dans plusieurs pays de la région. La croissance a toutefois été inégale et le maintien de cette reprise est désormais la principale préoccupation des décideurs : comment mobiliser et administrer des ressources financières en vue d'une croissance durable ? Telle est la question au premier plan de leurs orientations stratégiques.

Le sixième *Forum international sur les perspectives asiatiques*, dont cet ouvrage fait la synthèse, a ainsi cherché à identifier les moyens de capter des ressources pour satisfaire les objectifs de développement, qu'elles proviennent du secteur public, du secteur privé, ou d'un partenariat entre les deux. Il s'agit là d'une tâche gigantesque : les deux tiers des pauvres de la planète vivent en Asie et ils ne bénéficient pas aussi vite qu'ils le devraient, quand ils n'en sont pas exclus, de l'accumulation des richesses que connaît la région. Le premier problème est donc de trouver les moyens de canaliser les ressources locales à l'appui du développement ; le deuxième, qui lui est complémentaire, concerne la façon d'utiliser au mieux dans une même perspective les ressources étrangères. Enfin, il faut trouver la combinaison adéquate de financement public et privé pour le développement. L'enjeu est de repenser entièrement les modes de financement du développement, ce qui implique l'ensemble de la communauté financière, y compris les donateurs de l'aide publique au développement (APD).

Une croissance à caractère durable et centrée sur les pauvres est une condition préalable indispensable à un recul de la pauvreté, et ce type de croissance doit trouver des financements spécifiques. C'est ainsi qu'à mesure que l'Asie s'enrichit et s'urbanise, les besoins d'investissement dans les infrastructures deviennent considérables : selon les projections de la Banque asiatique de développement, l'assainissement, la protection de l'environnement et l'éducation représentent plus de 100 milliards de dollars par an.

* Colm Foy, chef de la Communication, Centre de Développement de l'OCDE ; Yun-Hwan Kim, Économiste senior, Banque asiatique de développement ; Helmut Reisen, chef de Division de recherche, Centre de Développement de l'OCDE.

Les besoins de financement de la région sont d'une telle ampleur qu'ils impliquent : de mobiliser les ressources nationales, notamment par le biais d'une réforme des finances publiques ; d'attirer des capitaux étrangers fiables, en particulier par une ouverture aux flux de capitaux à long terme et par une mise au niveau des normes internationales du gouvernement d'entreprise et de la transparence ; d'améliorer la répartition des ressources en complétant les financements par intermédiation bancaire avec le développement de marchés financiers en accès direct ; et de développer des partenariats privé-public, dans la mesure où les besoins de financement pour les infrastructures dépassent très largement les capacités publiques.

Réformer les dépenses publiques

La plupart des pays d'Asie connaissent depuis longtemps des taux d'épargne intérieure élevés, qui ont permis le financement de la rapide accumulation du capital dont s'est accompagnée la croissance économique remarquable de la région. La crise financière asiatique pourrait toutefois avoir pour conséquence une baisse temporaire de l'épargne des pouvoirs publics, des entreprises et des ménages du fait de la mise en place de réformes destinées à favoriser une reprise économique durable. La recapitalisation des banques requise pour résoudre les crises bancaires extrêmement coûteuses qui ont touché la région, a chargé de nombreux gouvernements en Asie d'une lourde dette publique, limitant ainsi leur capacité d'épargne. Dans le même temps, l'épargne des entreprises pourrait bien se trouver réduite tant que les perspectives de croissance ne semblent pas assurées à long terme. Quant à l'épargne des ménages, elle risque de souffrir des réformes budgétaires destinées à contenir les déficits publics, ainsi que de l'effet positif sur les revenus des réformes du système financier destinées à augmenter les rendements du capital. En outre, le vieillissement de la population et l'effet de dépendance dont il s'accompagne vont peser de plus en plus sur l'épargne privée. Tant la théorie que les faits montrent que seul un retour à une croissance durable pourra de nouveau — bien qu'avec un certain délai — favoriser l'épargne, comme on l'a observé dans le passé en Asie.

La réforme des finances publiques est l'un des meilleurs moyens de mobiliser les ressources nationales. En effet, on a démontré que la hausse de l'épargne publique ne réduit que de moitié l'épargne privée, ce qui se traduit au bout du compte par une augmentation nette de l'épargne nationale. Toutefois, le problème aujourd'hui en Asie est que les ressources de l'État ont chuté avec la baisse des recettes fiscales liée à la diminution des profits et des revenus privés, alors même que les dépenses publiques ont été appelées à augmenter du fait du renchérissement de la charge de la dette résultant de la dévaluation des monnaies locales. Si l'on ajoute à cela le coût de la recapitalisation des banques, les perspectives de croissance de l'épargne publique semblent bien réduites.

Dans ce nouveau contexte, il sera nécessaire de mettre en place une nouvelle organisation budgétaire, capable de favoriser notamment une hausse de l'épargne publique. Les pouvoirs publics asiatiques doivent améliorer la collecte de l'impôt en élargissant l'assiette fiscale et en réduisant les exonérations : c'est une évidence. Mais ils doivent également examiner d'un œil neuf la réduction et la rationalisation des dépenses publiques. Le sixième Forum international sur les perspectives asiatiques a identifié huit domaines qui pourraient faire l'objet d'une réforme des dépenses :

- recentrer le rôle de l'État de sorte que les dépenses génèrent des biens publics plutôt que privés ;
- améliorer la transparence et l'obligation de rendre des comptes en adoptant un système de comptabilité publique reconnu au niveau international, des procédures plus claires de diffusion de l'information, ainsi que des mécanismes de contrôle efficaces ;
- modifier la fixation des priorités en réduisant les dépenses salariales, en réhabilitant les infrastructures et en augmentant les dépenses destinées au développement social et à la lutte contre la pauvreté ;
- décentraliser la gestion des activités du secteur public, conformément au principe de subsidiarité ;
- privatiser et créer des partenariats privé-public pour la fourniture des services publics ;
- réduire la taille de la fonction publique et accroître son efficacité par des formations et des incitations appropriées ;
- renforcer le contrôle et l'évaluation ;
- faire entrer la planification et la programmation budgétaire dans un cadre à moyen terme.

De telles mesures ont néanmoins un coût, et en particulier un coût politique. Elles renvoient à la réforme de la gouvernance que nous avons déjà mentionnée, et impliquent de réduire le pouvoir et l'influence de groupes économiques, politiques et sociaux qui jouaient jusque-là un rôle clé. En limitant les pouvoirs discrétionnaires et les occasions de clientélisme, ces mesures remettent en cause du même coup les situations de rente de groupes qui avaient pris l'habitude d'utiliser les ressources publiques à cette fin. Il faudra trouver des moyens pour surmonter cette résistance politique, parmi lesquels figure sans aucun doute le renforcement des pratiques démocratiques.

Attirer les ressources étrangères

Parallèlement au rôle central que jouent les ressources nationales pour stimuler la croissance et encourager le développement et la lutte contre la pauvreté, les capitaux étrangers ont aussi une place importante à occuper dans les pays d'Asie en ce lendemain

de crise — si tant est que les différents types de flux créent un équilibre. Dans un contexte où l'épargne nationale est limitée et où les capitaux bonifiés issus de l'aide internationale sont en baisse, il est certain que les capitaux étrangers privés vont rester une source importante de financement dans les économies asiatiques, en dépit des risques qui leur sont associés et qui ont été le premier facteur de la crise. Le retrait brutal de ces capitaux extérieurs est le principal risque encouru. Ces flux — essentiellement des prêts bancaires et des titres de dette — tendent à favoriser une mauvaise allocation des ressources dans un environnement caractérisé par les distorsions internes et la corruption. Pour profiter au maximum des avantages liés à ces capitaux étrangers — développement des marchés financiers, renforcement de l'efficacité, transferts de technologie et lissage de la consommation — les pays d'accueil doivent s'assurer que les différents types de flux sont bien équilibrés. Cela vaut tout particulièrement pour les pays qui ne disposent pas d'un système national très élaboré d'allocation du crédit. La création et le bon fonctionnement d'un régime réglementaire caractérisé par la diffusion obligatoire des informations financières ainsi que par l'exercice d'un contrôle et d'une supervision par des intermédiaires financiers étroitement encadrés sont des conditions *sine qua non* pour tirer tous les bénéfices possibles des entrées de capitaux étrangers. La mise en place de telles structures permettrait aux investisseurs de disposer d'une information fiable, constituée de données standardisées sur le pays d'accueil. En outre, l'utilisation de techniques modernes de gestion des risques réduira la vulnérabilité aux risques des mouvements de capitaux mondiaux.

Des recherches récentes ont permis de préciser le degré de réversibilité des différents types de flux financiers et leurs effets spécifiques sur la croissance ont été exposés au cours du Forum international sur les perspectives asiatiques. Il en ressort clairement que les pays d'Asie — et les marchés émergents en général — devraient privilégier les flux de portefeuille et les investissements directs étrangers (IDE) par rapport aux prêts des banques étrangères générateurs de dettes. Les prêts bancaires ont de fait un effet neutre ou négatif sur la croissance lorsque les systèmes bancaires sont sous-capitalisés ; les IDE et les investissements de portefeuille favorisent au contraire la croissance dans les marchés émergents, y compris dans un environnement de capitalisation bancaire insuffisante. Tandis que les flux de portefeuille appellent une réglementation stricte dans les marchés émergents afin d'éviter toute inflation des cotes boursières, les IDE pour leur part (qui résistent bien aux revers de conjoncture et sont largement irréversibles) peuvent livrer tous leurs avantages lorsqu'un certain nombre de mesures sont adoptées, telles que l'abandon progressif des politiques de substitution aux importations, la hausse du niveau de formation de la population et la réduction des distorsions de prix liées aux subventions.

Il est probable que l'APD jouera un rôle limité dans les changements structurels fondamentaux à long terme, d'autant qu'elle est en diminution depuis 1990, tant en termes absolus que relatifs, quand on la compare aux flux de capitaux privés. Néanmoins l'APD peut faire fonction de catalyseur en corrigeant des faiblesses identifiées et en attirant de nouveaux financements privés. Cela est particulièrement vrai dans les secteurs sociaux comme l'éducation, qui constituent des éléments d'attraction importants pour

les IDE. L'APD s'est également révélée utile pour alléger les effets de la crise — bien qu'un certain nombre de pays aient refusé les plans de sauvetage conçus par le Fonds monétaire international ; le Japon a d'ailleurs joué un rôle de premier plan dans la mobilisation de fonds à cet effet. On ignore encore les conséquences à long terme de cette utilisation de l'aide publique internationale. L'utilisation de l'APD dans la mise en œuvre de programmes de lutte contre la pauvreté pendant et après la crise est plus directement liée au débat. Dans ce domaine qui n'attire traditionnellement que peu de fonds privés, qu'ils soient nationaux ou étrangers, l'APD peut même se révéler être la seule source de financement lorsque les pouvoirs publics sont contraints de réduire leurs dépenses à la suite d'une diminution de leurs recettes. Le Forum a été l'occasion de débattre de la faisabilité d'un maintien des niveaux d'APD en cas de crise et, plus particulièrement, de la coordination des politiques d'APD et de l'amélioration de leur efficacité.

La bonne gouvernance est un nouveau domaine ouvert au financement public international *via* l'APD et d'autres fonds publics. Aujourd'hui, seule une petite partie de l'aide au développement lui est consacrée et — de manière significative — elle est surtout accordée aux petits États insulaires. La crise financière a montré, entre autres choses, que les compétences administratives et la capacité d'absorption des pays d'Asie les plus durement touchés étaient en partie responsables de leur incapacité à faire face durablement à l'abondance des capitaux privés qu'ils recevaient. Dans ce domaine, l'APD et les autres fonds publics pourraient contribuer utilement à attirer des formes plus stables de capitaux étrangers, et plus généralement à améliorer la gestion financière. Dans le même temps, les ressources étrangères publiques peuvent soutenir les collectivités locales et les organisations non gouvernementales, soulignant ainsi les initiatives prises par les autorités nationales et les entreprises réformées pour améliorer la gouvernance.

Renforcer le système financier

Un système financier sain est particulièrement important pour la croissance et le développement ; il devient crucial pour la reprise économique après une crise. Dans les dernières années de la décennie 90, il est apparu clairement que le système financier de nombreux pays d'Asie était tout sauf sain. Cette faiblesse leur a été fatale, en particulier dans les pays où les prêts bancaires constituaient la principale source de financement des entreprises. Depuis, des tentatives courageuses ont été faites, et beaucoup d'argent dépensé, pour fermer définitivement les banques qui étaient condamnées, et pour restructurer et recapitaliser celles qui étaient capables de survivre. Nombre d'entre elles restent pourtant faibles et vulnérables. Dans ces conditions, les banques sont incapables d'assurer correctement leur fonction d'intermédiation entre les épargnants privés et les entreprises emprunteuses : elles sont davantage préoccupées d'acquiescer des titres de la dette publique à faible risque ou des valeurs très liquides afin de poursuivre leur recapitalisation. Il en résulte une pénurie chronique de ressources

pour les entreprises qui n'ont pas accès aux marchés boursiers ou aux capitaux étrangers, ce qui est exactement le cas des petites et des micro-entreprises, alors qu'elles représentent jusqu'à 70 pour cent de l'emploi dans les pays d'Asie à faible revenu. Ce facteur compte pour beaucoup dans le maintien, voire l'aggravation, de la pauvreté. Une stratégie favorable aux pauvres doit donc impérativement comporter des mesures d'appui aux banques locales équivalentes à celles accordées aux marchés financiers.

Par-dessus tout, la réticence des banques à prêter aux entreprises privées — tendance que la crise n'a fait qu'amplifier — freine sans conteste la reprise économique et la croissance future. La plupart des pays d'Asie touchés par la crise sont incapables de compenser par des marchés financiers efficaces cette timidité des banques qui les retient de prêter au secteur privé. Il faut donc favoriser l'émergence de marchés boursiers directs. Le développement de marchés obligataires locaux doit particulièrement retenir l'attention, de façon à diversifier les sources de financement des entreprises et à étancher la soif d'investissement de l'Asie dont témoignent les niveaux élevés de l'épargne. Cet aspect de la reprise est relativement prometteur, car les déficits publics et les besoins de restructuration favorisent le développement de ces marchés locaux *via* l'émission d'obligations d'État. Ces marchés devraient s'en trouver d'autant plus dynamisés que le marché des obligations d'entreprises tend à prendre pour référence la valeur des obligations publiques. Toutefois, les marchés obligataires locaux en Asie rencontrent encore des obstacles du côté de l'offre. D'une part, le manque de transparence des procédures de vente aux enchères, lié à des pratiques médiocres de gouvernance et à la prédominance d'entreprises à propriété familiale, freine les acheteurs. D'autre part, la fragmentation des marchés, le nombre limité d'obligations de référence liquides ainsi que les taxes et les obstacles à l'entrée sur le second marché expliquent la faible liquidité. Les procédures de transparence comptable entre les marchés — comme celles introduites en Corée — devraient contraindre les institutions financières à ajuster fréquemment leurs portefeuilles, contribuant ainsi à la liquidité du marché. En outre, la tendance générale qui s'installe dans les pays d'Asie est une transition de systèmes de gestion des entreprises reposant sur les conseils d'administration vers des systèmes fondés sur le marché, en d'autres termes d'un modèle de contrôle « interne » vers un modèle de contrôle « externe ». Cette tendance devrait renforcer la gouvernance des entreprises et accroître la transparence de leurs activités, deux éléments qui entretiennent la confiance des investisseurs et renforcent l'intérêt des marchés obligataires locaux. Dans un contexte où la mondialisation se renforce et où la concurrence entre les marchés se fait plus vive, les investisseurs locaux seront ainsi davantage en mesure de faire des choix d'investissement hors de leurs frontières nationales.

Les problèmes persistent également du côté de la demande sur les marchés obligataires locaux. Les petits investisseurs indépendants ne jouent qu'un rôle réduit dans la plupart des pays d'Asie, et les marchés obligataires sont contraints de s'appuyer sur les grands investisseurs institutionnels, les fonds communs de placement et les investisseurs étrangers. Les investisseurs institutionnels locaux, comme les fonds de pension, devraient être encouragés et renforcés. La déréglementation peut contribuer

à cette évolution mais il faut pour cela développer les compétences en gestion. Du point de vue des investisseurs étrangers, la réglementation doit être assouplie et plus attractive. Des mesures telles que des exonérations fiscales pour les investisseurs étrangers sont actuellement mises en place, mais il faudrait agir davantage au niveau de la région.

Enfin, dans le cadre des stratégies de lutte contre la pauvreté, il faut permettre aux petites et moyennes entreprises d'accéder aux marchés financiers et obligataires. Il est peu probable que le secteur privé puisse à lui seul satisfaire leurs besoins spécifiques : il appartiendra donc aux pouvoirs publics d'encourager la mise en place d'institutions financières adaptées, par exemple à l'aide de mesures d'incitation et d'encouragements fiscaux. Des organismes de garantie des prêts seront notamment nécessaires pour compenser l'absence de garanties propres caractéristique des PME. Dans ce nouvel environnement, des institutions financières commerciales assorties de systèmes de contrôle rigoureux pourvoieront à leurs besoins, favorisant ainsi leur croissance et leur potentiel de création d'emplois.

Participation du secteur privé

Le déclin des flux de capitaux publics en direction des économies émergentes et des pays en développement, en Asie comme ailleurs, a reporté sur le secteur privé la charge de financer les projets de développement. Le paradigme de l'aide au développement connaît ainsi un changement fondamental dans lequel la participation du secteur privé occupe désormais une place cruciale, au point que les capitaux privés remplacent dorénavant les financements publics dans des secteurs jusque-là considérés comme des prérogatives de l'État : l'approvisionnement en eau et en électricité ; le téléphone et les télécommunications ; le transport et le développement urbain ; la santé, l'éducation et la sécurité sociale. Cette évolution est perçue comme un progrès dans les pays où les consommateurs ne pouvaient obtenir un service optimal pour un coût modéré. De plus, l'envergure de certains projets d'infrastructures dépasse de loin les capacités publiques de financement. Il revient donc au secteur public d'assurer un environnement favorable aux initiatives privées et de mettre en valeur les opportunités commerciales dans ces secteurs. Cette fonction est rendue plus fondamentale encore par la pénurie persistante de financement bancaire en ces temps d'après-crise, qui contraint les entrepreneurs à se tourner vers des financements publics locaux et étrangers pour réaliser leurs projets. En Asie, la BAD joue ainsi un rôle moteur en encourageant le secteur privé à participer aux projets de développement.

De nombreuses initiatives requièrent en fait des partenariats privé-public, mais leur portée pourrait bien être limitée. Les obligations financières et les responsabilités doivent être clairement réparties entre les deux partenaires afin d'éviter les problèmes d'aléa moral qui peuvent se solder par de coûteux renflouements publics. D'après son expérience de tels partenariats, la Banque mondiale a estimé que 30 à 40 pour cent des projets d'infrastructures étaient « problématiques ». Il faut non seulement créer des

conditions macro-économiques stables et réformer la réglementation afin d'ouvrir les marchés à la concurrence et aux investissements privés, mais il faut aussi prendre des mesures pour faire face aux risques associés à ces projets. Ces difficultés sont du même ordre que les problèmes de gouvernance que nous avons déjà évoqués : améliorer les cadres légaux de l'application des contrats ; améliorer les procédures comptables vers plus de transparence ; généraliser les méthodes de gestion des risques ; définir clairement les zones et les responsabilités dévolues aux pouvoirs publics ; adopter une réglementation encourageant la supervision locale et étrangère. En l'absence de telles réformes, l'implication du secteur privé sera encore plus limitée qu'elle ne l'était auparavant, et les conséquences du retrait partiel du secteur public encore plus graves. La participation du secteur privé dans le processus de développement ne devrait pas pour autant être vue comme une solution magique aux problèmes que la crise a laissés derrière elle : elle demandera la même attention pour ce qui est des principes de gouvernance que celle que l'on a pu observer dans les économies d'Asie après la crise.

PREMIÈRE PARTIE

QUELLES RESSOURCES **P**OUR LE DÉVELOPPEMENT ?

Agenda politique pour réformer le secteur financier en Asie après la crise

*Yun-Hwan Kim**

Introduction

La crise financière asiatique a modifié l'environnement du marché financier pour les moyennes et les grandes entreprises (MGE) comme pour les micro- et les petites entreprises (MPE)¹. Les MGE des pays en crise² doivent dorénavant diversifier les sources de financement de leurs activités et de leurs installations alors que, jusque-là, elles assuraient l'essentiel de leur développement à long terme par des emprunts à court terme contractés auprès de banques nationales et étrangères. C'était le résultat d'une politique qui privilégiait les systèmes financiers centrés sur les banques et qui n'encourageait pas suffisamment les entreprises à explorer d'autres modes de financement³.

Cette politique explique en bonne partie les taux de croissance économique élevés qu'a connus la région ; mais elle a aussi entraîné de sérieux problèmes, dont l'habitude des entreprises de satisfaire leur besoin de financement auprès du système bancaire par des crédits à court terme. Cette pratique a entraîné deux types de déséquilibres financiers graves, au niveau des échéances et au niveau de la monnaie. Le déséquilibre des échéances a été la conséquence de mauvaises pratiques financières, qui consistent à financer les investissements à long terme par des emprunts à court terme⁴. Sans les dispositions nécessaires pour couvrir les risques de change, cette pratique a entraîné un grave déséquilibre monétaire. Mais de fait, ce déséquilibre monétaire était implicitement compensé par la surévaluation des taux de change dans les pays concernés.

Le bilan des économies en crise est bien moins glorieux dans le secteur financier que dans le secteur réel. Les faiblesses du secteur financier sont profondément ancrées et ont des répercussions sur l'ensemble de l'économie. De plus, les pays en crise n'ont

* Économiste senior, Centre de ressources sur l'économie et le développement, Banque asiatique de développement.

pas pris de mesures énergiques pour remédier à ces faiblesses pendant les périodes de forte croissance, au cours des 40 dernières années. Le secteur financier reste faible ; cela tient en grande partie à quatre éléments : la longue tradition d'intervention de l'État dans le fonctionnement des institutions financières ; le soutien budgétaire direct accordé aux banques spécialisées ; la garantie implicite de l'État aux opérations bancaires ; et la stratégie de développement inappropriée du secteur financier, qui minimise le rôle des marchés financiers. Compte tenu de ces éléments, il convient d'interpréter la crise asiatique comme une crise de liquidité plutôt que comme une crise macro-économique.

Maintenant que la crise est passée, les MGE des pays asiatiques en développement, et celles des économies en crise, vont être confrontées à des changements importants de l'environnement financier en ce sens que les banques étrangères, comme les banques locales, ne leur accorderont du crédit qu'avec une extrême prudence⁵. Cela va entraîner une désintermédiation bancaire, comme aux États-Unis et, dans une moindre mesure, au Japon et dans les pays européens⁶, mais pour des raisons différentes. Comme l'intermédiation bancaire reste encore la plus importante source de financement industriel dans les pays en développement d'Asie, ce changement renforce la nécessité de développer d'autres sources de financement. Étant donné le niveau élevé des taux d'épargne dans ces pays, le potentiel de développement des marchés obligataires nationaux est très important.

Les MPE sont confrontées quant à elles à un problème différent. Après la crise financière asiatique, elles ont eu de plus en plus de mal à se financer auprès des banques et des institutions locales de microfinancement, qui sont pour elles la seule source possible de financement extérieur étant donné qu'elles n'ont pas accès aux marchés de capitaux. Les MPE sont importantes au double plan de la création d'emplois et de la réduction de la pauvreté, car ce sont en général des entreprises de main-d'œuvre qui emploient la majeure partie de la population active. Elles jouent donc un plus grand rôle dans les pays à faible revenu que dans les pays à revenu intermédiaire ou élevé. Elles représentent environ les deux tiers de l'emploi total et le tiers de la production dans la plupart des pays d'Asie à faible revenu. Il est crucial d'améliorer leurs possibilités de financement pour que ces pays aient une chance de maintenir la croissance et l'emploi après la crise.

Caractéristiques du financement industriel dans les économies asiatiques en crise⁷

Le financement industriel comprend le financement par émission d'actions ou d'obligations, *via* l'intermédiation des banques ou *via* des émissions directes de titres sur les marchés obligataires nationaux ou étrangers.

Financements par émissions d'actions et d'obligations sur le marché intérieur

Le tableau 1 indique la taille des marchés des valeurs mobilières et du crédit bancaire des économies en crise à la fin de l'année 1998. Dans toutes ces économies, le secteur bancaire est nettement plus important que les marchés d'actions et d'obligations. Le tableau fait clairement ressortir que le financement intérieur y a traditionnellement reposé sur le secteur bancaire. Si l'on examine la situation par pays, la Malaisie a le marché le plus large pour ce qui est du crédit bancaire et de la capitalisation du marché boursier par rapport au produit intérieur brut (PIB) ; la Corée a le marché obligataire le plus important par rapport au PIB (27.3 pour cent) ; elle est suivie par la Malaisie (5.1 pour cent), la Thaïlande (2.6 pour cent) et l'Indonésie (1.5 pour cent).

Tableau 1. Crédits bancaires, obligations d'entreprises et actions dans les pays d'Asie en crise et aux États-Unis, fin 1998
(en pourcentage du PIB)

	Encours des crédits bancaires	Encours des obligations d'entreprises	Capitalisation du marché boursier
Corée	43.5	27.3	30.7
Indonésie	60.2 ^{a)}	1.5	16.2
Malaisie	148.4	5.1	134.4
Thaïlande	108.7	2.6	26.3
États-Unis	38.8	43.2	158.1

Note :

a) à la fin de 1997.

Sources : Autorités monétaires des pays concernés et Bloomberg Investor Services.

La prépondérance des financements obtenus par l'intermédiation bancaire dans les économies en crise est évidente lorsqu'on la compare au marché financier intégré des États-Unis⁸, très important, où les marchés du crédit bancaire et des obligations d'entreprises ont à peu près la même taille (respectivement 38.8 et 43.2 pour cent). Les ratios montrent que la Corée possède le marché obligataire désintermédié le plus important, l'Indonésie étant à l'opposé dans ce domaine. En revanche, sur la base du PIB, la capitalisation du marché boursier de la Malaisie est comparable à celle des États-Unis. Comme la concurrence entre les processus d'intermédiation par les institutions financières traditionnelles et les processus de financement direct *via* la sollicitation des marchés des valeurs mobilières est fondée sur des critères d'efficacité, il est important d'identifier les facteurs qui ont entravé dans les économies en crise le développement de modes de financement autres que l'intermédiation.

Le tableau 2 montre que seule la Corée a connu entre 1996 et 1998 une augmentation du financement par émission d'obligations d'entreprises, la part de ces financements passant de 18.2 à 27.3 pour cent. On observe cependant aux États-Unis un processus de désintermédiation, favorisé par le recyclage des crédits bancaires *via* divers mécanismes de titrisation, la part des financements obligataires passant de 37.1 à 43.2 pour cent.

Tableau 2. Encours des obligations d'entreprises dans les pays d'Asie en crise et aux États-Unis
(en pourcentage du PIB)

	Décembre 1996	Décembre 1997	Décembre 1998
Corée	18.2	21.4	27.3
Indonésie	1.9	2.5	1.5
Malaisie	6.1	7.1	5.1
Thaïlande	2.8	2.8	2.6
États-Unis	37.1	39.6	43.2

Sources : Autorités monétaires des pays concernés et Bloomberg Investor Services.

En Corée, lorsque la crise a éclaté, les banques commerciales n'ont accordé de nouveaux prêts qu'avec une extrême prudence et elles ont cherché à annuler les prêts anciens afin de se conformer aux normes de fonds propres de la Banque des règlements internationaux (BRI). Les entreprises industrielles ont donc été conduites à solliciter les marchés obligataires pour leur financement. En Malaisie, le secteur bancaire était bien capitalisé, avec des ratios de couverture des risques avant la crise supérieurs à 10 pour cent ; les banques malaises, comme celles de Thaïlande et d'Indonésie, n'ont donc pas réduit massivement leurs concours au secteur industriel. Toutefois, l'Indonésie, la Malaisie et la Thaïlande se sont attachées à développer des marchés d'obligations d'entreprises, redoublant d'efforts après la crise.

Financements des banques internationales

Le tableau 3 indique le volume des prêts internationaux (prêts des banques qui rendent compte à la BRI) accordés aux économies en crise entre 1996 et 1999 et à la région Asie-Pacifique en général. En décembre 1996, les prêts ont atteint un niveau record de 247.9 milliards de dollars. En juin 1999, le volume des prêts avait notablement diminué, retombant à 160.7 milliards de dollars.

Cette évolution paraît s'inscrire dans une tendance générale au recul des prêts accordés à l'Asie (leur volume est passé de 367.1 milliards de dollars à 287 milliards de dollars) et à une augmentation des prêts aux autres pays en développement (de 692.6 milliards de dollars à 809.6 milliards de dollars). En pourcentage, c'est en Thaïlande et en Corée que les prêts bancaires ont le plus fortement diminué (respectivement 50 et 37 pour cent) pendant la période considérée. Cela signifie que, dans le sillage de la crise asiatique, les prêts des banques internationales aux économies en crise ont subi un rééquilibrage des portefeuilles des investisseurs, la part de la région Asie diminuant au profit d'autres pays en développement, en particulier en Europe de l'Est.

Tableau 3. Prêts bancaires internationaux aux économies en crise
(en milliards de dollars)

	Décembre 1996	Décembre 1997	Juin 1998	Décembre 1998	Juin 1999
Total des pays en développement (TPED)	692.6	891.7	860.7	842.7	809.6
Total Asie (TA)	367.1	378.8	319.6	299.4	287.0
Corée	100.0	93.7	71.6	65.6	63.5
Indonésie	55.5	58.0	48.4	45.0	43.8
Malaisie	22.2	27.3	22.8	20.9	18.6
Thaïlande	70.2	58.5	46.4	41.2	34.7
Total des pays en crise (TPEC)	247.9	237.5	189.2	172.7	160.7
(TA/TPED) en pourcentage	53.0	42.5	37.1	35.5	35.4
(TPEC/TPED) en pourcentage	37.8	26.6	22.0	20.5	19.8
<i>Échéance moyenne (pays en crise)</i>					
Moins d'un an (pourcentage)	61.2	60.5	51.7	50.3	50.1
<i>Échéance moyenne (total économies d'Asie)</i>					
Moins d'un an (pourcentage)	61.5	60.3	53.0	52.5	51.4

Sources : BRI, 1997 et BRI, 1999.

En 1996, l'Asie bénéficiait de 53 pour cent des prêts internationaux aux régions en développement ; mais ce chiffre a baissé à mesure que la crise asiatique se propageait, pour atteindre seulement 35.4 pour cent en juin 1999. Sur ce total, la part accordée aux économies en crise est passée de 37.8 pour cent en décembre 1996 à 19.8 pour cent en juin 1999.

Le tableau 3 donne des indications sur l'échéance moyenne des prêts accordés à l'Asie et aux économies en crise. Au moment où les prêts atteignaient un niveau record, en 1996, 61.5 pour cent des prêts à l'Asie et 61.2 pour cent des prêts aux économies en crise avaient une échéance inférieure à un an. Même si leur durée a été allongée par la suite, 50.1 pour cent des prêts obtenus en juin 1999 par les économies en crise étaient des prêts à courte durée. Ce pourcentage masque en fait une réalité : l'allongement de l'échéance moyenne est davantage fonction du non-renouvellement des prêts à court terme.

Bien que cela n'apparaisse pas dans le tableau 3, la majorité des prêts internationaux en faveur de la Corée était accordée au secteur bancaire (leur part est passée de 65.9 pour cent en décembre 1996 à 57.4 pour cent en juin 1999), tandis qu'elle s'est orientée dans les trois autres économies en crise principalement vers le secteur privé (passant d'une moyenne de 62.5 pour cent en décembre à 69.2 pour cent en juin 1999). L'anomalie coréenne tient probablement à la concentration du marché bancaire et aux arrangements financiers entre les *chaebols*. Le volume des prêts au secteur public par rapport aux autres secteurs industriels a également augmenté ces dernières années. De plus, les entrées de capitaux *via* le système bancaire n'étaient pas sensibles aux mouvements de différentiels d'intérêts, de sorte que les banques ont augmenté leurs prêts au niveau local après avoir contracté des emprunts non couverts auprès de l'étranger⁹.

Émissions d'obligations internationales

Tendances récentes

Les émissions d'obligations internationales comprennent les émissions sur les marchés euro-obligataires ou sur des marchés obligataires étrangers tels que ceux des États-Unis, du Japon ou du Royaume-Uni. Le tableau 4 donne de plus amples détails sur ces émissions. Les émissions d'obligations internationales par les économies en crise en 1999 (77.7 milliards de dollars) portaient sur un volume nettement moins important que les financements passant par les circuits d'intermédiation offerts par les banques internationales (160.7 milliards de dollars). Toutefois, on peut penser que ces marchés se font concurrence sur la base de critères d'efficacité. Le marché des financements intermédiés étant plus important, le coût d'entrée ou la structure des coûts sont aussi plus élevés, ce qui peut fort bien empêcher les économies en crise de solliciter ce marché.

Tableau 4. Obligations internationales émises par les économies de la région Asie-Pacifique
(milliards de dollars)

Pays	Mars 1994	Mars 1995	Mars 1996	Mars 1997	Mars 1998	Mars 1999
Australie	42.1	50.1	53.7	88.5	80.4	86.9
Chine	9.6	13.0	12.0	13.0	14.8	13.9
Corée	0.0	19.4	23.4	40.6	48.1	48.3
Hong-Kong, Chine	10.9	14.7	12.4	17.5	20.1	22.3
Inde	3.0	3.3	3.7	4.6	5.9	5.7
Indonésie	1.4	3.1	3.9	5.6	5.8	4.5
Japon	279.8	276.6	226.2	188.4	145.5	127.9
Malaisie	17.7	4.4	5.9	10.1	12.1	12.5
Nouvelle-Zélande	6.5	5.9	5.4	6.3	7.9	7.0
Philippines	0.0	2.0	2.2	6.4	8.0	9.9
Singapour	1.2	1.0	1.2	2.5	3.2	5.7
Taipei chinois/Taipei, Chine	3.3	2.4	2.8	3.8	5.7	6.5
Thaïlande	0.3	4.0	5.4	9.9	11.5	12.4
Total : économies en crise	19.4	30.9	38.6	66.2	77.5	77.7
Total : économies développées	329.6	333.6	286.5	285.7	237.0	227.5
Total : toutes économies confondues	375.8	399.9	358.2	397.2	369.0	363.5

Source : BRI, *Rapport trimestriel : évolution de l'activité bancaire et financière internationale*, 1998, tableau 13, « Obligations internationales par nationalité ».

Le financement des économies en crise par émission d'obligations internationales a progressé de 128 pour cent, passant de 30.9 milliards de dollars en 1995 à 77.7 milliards de dollars en 1999, la Corée étant l'émetteur le plus important. Les émissions internationales des économies en crise sont pour l'essentiel lancées par des emprunteurs para-étatiques ou souverains sur le marché des États-Unis (on les appelle les « obligations yankee »). Bien que ces titres doivent être enregistrés¹⁰, la diminution des coûts d'émission et de conformité, et le retrait des banques internationales de la région après la crise asiatique (le volume de leurs prêts a baissé de 4 pour cent en 1999 et de 21 pour cent en 1998) ont incité les emprunteurs à court-circuiter les systèmes bancaires nationaux et à solliciter directement les marchés des titres. Par ailleurs, si la commission américaine des opérations de bourse (SEC) décourage la vente d'euro-obligations aux ressortissants américains (la vente et les transactions d'euro-obligations sont autorisées lorsqu'il s'agit de placements privés), la forte demande d'émissions domestiques à haut rendement par les investisseurs a incité les émetteurs les mieux notés des économies en crise à solliciter ce marché.

On voit donc que si les investisseurs américains se sont récemment révélés être les plus gros acheteurs des obligations émises par les économies en crise, les intermédiaires financiers américains ont quant à eux toujours manifesté peu d'intérêt pour les opérations de prêt passant par les circuits bancaires d'intermédiation avec les économies en crise. Cette apparente anomalie s'explique par le caractère sacro-saint du système financier américain et la foi qu'ont les investisseurs dans le processus juridique américain. Le système financier des États-Unis est plus à même de résoudre les asymétries d'information qui existent entre les emprunteurs d'une économie en crise et les investisseurs potentiels, tout en offrant en même temps une meilleure protection aux investisseurs que celle des intermédiaires financiers nationaux.

Bien que la plupart des titres sur le marché des États-Unis ne soient pas considérés comme des valeurs de placement (*investment grade*), les investisseurs sont rassurés par le fait que les émetteurs sont des emprunteurs souverains ou para-étatiques. Peu d'émetteurs non gouvernementaux ou para-étatiques ont sollicité ces marchés pour la bonne raison qu'ils n'en avaient pas l'habitude et que ce genre de titres n'est pas aussi facilement commercialisable qu'une émission souveraine. La majoration appliquée par les marchés aux émetteurs inconnus ou aux nouveaux venus est aussi plus importante que celle demandée ces dernières années par des sociétés européennes ou américaines ayant une cote de crédit similaire, ce qui peut avoir découragé les emprunteurs.

L'intérêt du marché américain, c'est qu'il est ouvert aux émetteurs de titres non considérés comme des valeurs de placement (c'est-à-dire des titres dont la notation est inférieure à BBB) — ce qui est le cas des émetteurs souverains des économies en crise. Les émetteurs des marchés émergents n'ont en général pas la possibilité de solliciter le marché international des euro-obligations¹¹, qui préfère les émissions de titres de premier ordre et qui est aussi souvent libellé en dollars¹². Mais, du point de vue des emprunteurs, le degré de substituabilité de ces différents marchés est finalement fonction du coût. Par exemple, il y a eu une augmentation importante du volume des émissions extraterritoriales dans la période avant 1995, augmentation en grande partie

attribuable à la baisse des marges appliquées aux émissions des titres négociables du Trésor américain ayant une échéance similaire. Après la crise asiatique, les marges ont augmenté, ce qui a eu pour effet de décourager les émissions internationales au profit des émissions nationales et des prêts des banques internationales¹³.

Tableau 5. Comparaison des prêts des banques internationales et des nantisements internationaux des économies en crise, 1996–99

Pays	Variation du volume des prêts bancaires (décembre 1996 à juin 1999)	Variation du volume des émissions d'obligations internationales (mars 1996 à mars 1999)
Corée	-36.5	+48.3
Indonésie	-11.7	+3.1
Malaisie	-3.6	-5.2
Thaïlande	-35.5	+12.1

Conséquences

Le remplacement des financements intermédiés par des émissions d'obligations internationales semble indiquer qu'il y a une certaine substituabilité entre ces deux formes de financements. Toutefois, la prépondérance des émissions lancées par des entités para-étatiques ou souveraines dénote la réticence des investisseurs internationaux à détenir des titres non souverains, ce qui donne à penser que seuls les émetteurs de grande qualité ont le choix des formes de financement. Cette réticence limite la quantité de titres qu'il est possible de placer sur les marchés obligataires internationaux. Il est possible aussi que les émetteurs du secteur public évincent les entreprises ou qu'ils soient incapables, plutôt que peu désireux, de déterminer le prix des obligations des entreprises parce qu'ils ne disposent pas des instruments nécessaires (tels que les courbes de rendement de référence) pour le faire.

Si les émissions d'obligations et les financements intermédiés peuvent être des substituts pour certaines catégories d'emprunteurs, il est évident à la lecture du tableau 5 (qui compare les variations du volume des prêts bancaires internationaux et des émissions d'obligations internationales dans la période qui a suivi la crise), que l'accroissement des émissions d'obligations internationales n'a pas vraiment compensé la diminution des prêts bancaires internationaux en Indonésie, en Malaisie et en Thaïlande. Seule la Corée a réussi à se procurer des financements supplémentaires sur les marchés obligataires internationaux. Certes, chaque pays a vécu une expérience différente mais le recul, au niveau de la région, des prêts internationaux s'inscrit dans un mouvement bien plus large de retrait des fonds privés de la région. C'est l'aspect liquidité de la crise auquel on peut remédier en élargissant la gamme des financements longs disponibles et en prenant des dispositions pour développer des marchés obligataires domestiques plus viables dans les économies en crise et améliorer l'accès de ces emprunteurs aux marchés obligataires internationaux.

Longue négligence des marchés obligataires nationaux¹⁴

La négligence dont le secteur industriel fait preuve depuis longtemps à l'égard des obligations nationales d'entreprises s'explique en grande partie par trois facteurs : *i*) le coût moindre des financements obtenus *via* des emprunts auprès de banques étrangères ; *ii*) la prépondérance des banques dans les systèmes financiers nationaux ; *iii*) les problèmes de représentation liés au fait que les entreprises sont contrôlées par des familles.

Moindre coût des financements obtenus auprès des banques étrangères

La plupart des économies en crise ont depuis longtemps pris des mesures pour libéraliser leur secteur financier et, avant la crise, leurs marchés financiers intérieurs étaient presque entièrement ouverts aux capitaux extérieurs. En Corée, en Indonésie et en Thaïlande, les banques nationales, les compagnies financières, les banques d'affaires et les grands conglomérats pouvaient obtenir des financements extérieurs sans trop de restrictions. Les autorités financières encourageaient parfois le recours aux emprunts extérieurs afin de combler rapidement un déficit de financement national. Dans de telles conditions, les institutions financières nationales et les sociétés industrielles ont massivement emprunté à l'extérieur, en général à court terme (avec prorogation ou renouvellement possibles). Ces emprunts ont été encouragés par l'important écart entre les taux d'intérêt nationaux et étrangers et par une politique de change rigide qui dopait les monnaies nationales¹⁵.

Tableau 6. **Comparaison des taux d'intérêt nationaux et étrangers^a**
(pourcentage annuel, moyenne de la période)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Octobre 1999
Corée	8.6	8.5	9.0	8.8	11.9	15.3	9.0
Indonésie	20.6	17.8	18.9	19.2	21.8	32.2	22.8
Malaisie	9.1	7.6	7.6	8.9	9.5	10.6	6.8
Thaïlande	11.2	10.9	13.3	13.4	13.7	14.4	8.3
LIBOR ^b (\$EU)	3.64	5.59	6.24	5.78	6.08	5.53	5.7(juillet)

Notes :

a) Taux de prêt des banques commerciales, sauf indication contraire.

b) A un an.

Sources : BAD, *Key Indicators* ; FMI, *Statistiques financières internationales*, divers numéros.

Avant la crise, les taux de prêts nationaux pratiqués en Indonésie et en Thaïlande étaient bien plus élevés que le LIBOR à un an sur les prêts en dollars ; mais en Corée et en Malaisie, l'écart entre les taux nationaux et les taux étrangers était faible. Au début des années 90, le différentiel d'intérêt atteignait 12 à 16 points de pourcentage par an en Indonésie, et 5 à 8 points de pourcentage par an en Thaïlande. En Corée et en Malaisie, les taux de prêt nationaux étaient en général deux à cinq fois plus élevés que le LIBOR. Dans ces conditions, et compte tenu de la distorsion des taux de change,

les banques nationales et les entreprises ont, en tant qu'entités économiques rationnelles, fait tout ce qu'elles pouvaient pour maximiser les emprunts contractés sur les marchés financiers internationaux.

Avant la crise, les taux d'intérêt pratiqués sur le marché intérieur des économies étudiées étaient bien plus élevés que les taux internationaux. Le tableau 6 montre l'évolution tendancielle des taux d'intérêt dans les économies en crise et sur les marchés financiers internationaux.

Le tableau 7 donne les indices de parité du pouvoir d'achat (PPA) des économies en crise pour les années 90. Les indices ont été calculés de manière à comparer le taux de change nominal d'une monnaie par rapport au dollar des États-Unis (indice pour lequel 1990 = 100) à un indice relatif des prix à la consommation (IPC), correspondant à l'IPC local divisé par l'IPC américain. S'il est égal à 100, la valeur de la monnaie par rapport au dollar des États-Unis est inchangée par rapport à 1990. S'il est inférieur (supérieur) à 100, la monnaie est surévaluée (sous-évaluée) par rapport au niveau de 1990. C'est un indice PPA simplifié en ce sens qu'il n'est fondé que sur l'IPC des États-Unis, et non pas sur l'IPC de tous les principaux partenaires commerciaux. Toutefois, il donne une idée de l'évolution générale de la valeur réelle de chacune des monnaies dans les années 90, avant la crise : le tableau montre que les monnaies de tous les pays étaient surévaluées, surtout en Indonésie, en Malaisie et en Thaïlande.

Tableau 7. Parité des pouvoirs d'achat des monnaies des économies en crise
(1990 = 100)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<i>Corée</i>							
Prix relatif (I)	100	104.9	108.1	110.0	113.9	115.8	118.1
Taux de change (II)	100	103.6	110.3	113.4	113.5	109.0	113.7
PPA (II/I)	100	98.8	102.0	103.1	99.6	94.1	96.3
<i>Indonésie</i>							
Prix relatif (I)	100	104.9	109.6	119.7	128.0	135.7	140.6
Taux de change (II)	100	105.8	110.2	113.3	117.3	122.0	127.1
PPA (II/I)	100	100.9	100.5	94.6	91.6	89.9	90.4
<i>Malaisie</i>							
Prix relatif (I)	100	100.2	101.8	102.4	103.5	106.0	106.7
Taux de change (II)	100	101.7	94.2	95.2	97.0	92.6	93.0
PPA (II/I)	100	101.5	92.5	93.0	93.7	87.4	87.2
<i>Thaïlande</i>							
Prix relatif (I)	100	101.4	102.4	102.8	105.4	108.4	111.5
Taux de change (II)	100	101.4	101.8	101.0	99.6	100.1	101.5
PPA (II/I)	100	100	99.4	98.2	94.5	92.3	91.0

Source : FMI, *Statistiques financières internationales*, Annuaire 1998.

Si l'on combine le différentiel d'intérêt et l'indice PPA, il est clair qu'avant la crise les emprunts extérieurs étaient rentables pour les économies étudiées. Les taux d'intérêt internationaux ont toujours été moins élevés que les taux locaux, ce qui a incité les entreprises et les institutions financières de ces pays à emprunter à l'étranger. L'emprunt bénéficiait en outre de la protection du régime de change, qui confortait la surévaluation des monnaies nationales, ce qui allégeait encore le coût des prêts extérieurs.

Prépondérance des banques dans les systèmes financiers nationaux

Les pays étudiés ont accordé une plus grande priorité au secteur bancaire qu'au marché des capitaux. Certes, le développement du marché des capitaux n'a pas été négligé, mais le secteur bancaire était considéré comme le secteur financier le plus important. Dans le contexte d'une politique axée sur l'accélération de la croissance depuis le début des années 60, le secteur bancaire était le principal pourvoyeur de ressources financières, qu'il mobilisait aussi bien sur le marché intérieur que sur les marchés étrangers. Les marchés des capitaux sont restés sous-développés, ce qui les empêchés de financer des projets industriels en diversifiant leurs sources. Les marchés des obligations d'entreprises sont particulièrement à la traîne dans ces pays, et ce n'est qu'au cours des dernières années, après la crise, que la Corée a fait d'importants progrès sur ce plan.

La place prépondérante des banques dans les systèmes financiers a largement contribué à dynamiser la croissance de nombreuses économies en développement, puisque l'intermédiation bancaire permet un suivi plus efficace des environnements financiers caractérisés par l'asymétrie de l'information qu'entraîne l'opacité de l'information financière.

Dans ces conditions, les banques peuvent sans doute plus facilement rationner des ressources rares au profit des secteurs prioritaires, même si leurs décisions peuvent être influencées à la fois par des agents extérieurs (par exemple, la décision prise par quatre banques d'État indonésiennes d'accorder un prêt de 2.7 milliards de dollars à Bambang Trihatmodjo, fils du président Suharto, pour financer la construction de l'usine pétrochimique de Chandra Asri), ou par des membres de la famille des fondateurs de banques ou de sociétés, qui peuvent peser sur les objectifs de gestion de sorte que les ressources ne sont pas allouées de façon optimale. Ces résultats traduisent des structures de gouvernance défectueuses qui sont incapables de s'attaquer aux problèmes juridiques fondamentaux¹⁶.

Problèmes de représentation liés au fait que les entreprises sont contrôlées par des familles

Le choix du financement suit donc un « ordre hiérarchique » (Myers, 1984), qui porte d'abord sur les sources internes (comme les bénéfices non distribués), puis sur des sources extérieures sous forme de nouvelles émissions d'obligations ou d'actions, tant sur les marchés privés que sur les marchés publics. Le choix entre les diverses combinaisons de financements par recours à l'emprunt ou par émission d'actions paraît dicté par le souci d'atténuer les problèmes de représentation, ceux liés à l'asymétrie de l'information, et les différences de protection juridique, qu'elles soient dues au contenu de la législation ou à la façon dont la loi est appliquée (La Porta *et al.*, 2000).

Beaucoup de pays émergents manquent des moyens financiers et techniques nécessaires pour assurer un développement satisfaisant des marchés de titres publics. Le financement des entreprises passe donc en grande partie par les banques, qui sont

censées assumer un rôle crucial au plan du gouvernement d'entreprise dans le cadre de leurs activités d'intermédiation. Les entreprises préfèrent les relations fondées sur des emprunts bancaires plutôt que de recourir à l'émission d'obligations d'entreprises, ce qui les contraint à rendre publiques d'importantes informations à leur sujet. Dans ce cas, la fonction de gouvernance peut être influencée par le fait que le chef d'entreprise et sa famille détiennent une part importante du capital de l'entreprise et qu'ils peuvent en outre occuper des postes à responsabilité au sein de l'entreprise, ou par l'existence de fortes participations croisées entre les intermédiaires financiers et les entreprises emprunteuses. Selon une étude récente¹⁷, la part des dix familles les plus importantes dans la capitalisation totale du marché boursier en 1996 était de 57.7 pour cent en Indonésie, 52.5 pour cent en Thaïlande, 46.2 pour cent aux Philippines, 38.4 pour cent en Corée, et 28.3 pour cent en Malaisie. En Corée, même lorsque la part officielle des familles est peu importante, il peut toujours y avoir un contrôle par le biais des sociétés membres qui détiennent des actions. Une autre étude remarque¹⁸ : « Ce qui est significatif c'est que, malgré le niveau élevé de l'endettement, le système de gouvernance par les banques n'a pas joué ».

La structure du capital des banques et des autres intermédiaires financiers et celle des grandes entreprises privées des économies en crise peuvent être considérées comme des exemples du « modèle famille-État » où, soit un petit groupe de familles fondatrices, soit un État omniprésent joue un rôle important¹⁹. Ces structures varient, allant des banques coréennes en principe privatisées, mais en grande partie contrôlées par l'État (avec des intermédiaires non bancaires généralement aux mains du secteur privé) aux banques de Malaisie (qui contrôlent directement de nombreux intermédiaires non bancaires), dont le capital appartient en grande partie à des familles²⁰.

En dehors des banques coréennes couvrant l'ensemble du pays, les institutions financières des autres économies en crise sont généralement petites au regard des normes mondiales, de sorte que l'effet de contagion de prêts imprudents aux entreprises locales peut être plus rapide. Le gouvernement exerce aussi des pressions (comme en Malaisie) pour que certains intermédiaires se regroupent afin d'obtenir des économies de champ d'action et d'échelle tout en conservant un caractère local, étant donné le rôle important que jouent les banques en comprenant la dimension coopérative qui existe entre la famille, la parentèle et la communauté. En fait, les banques locales sont invitées à résoudre les problèmes d'asymétrie de l'information entre les emprunteurs et les pourvoyeurs de fonds qu'entraînent le refus de divulgation d'information et des pratiques comptables peu satisfaisantes.

Le choix des entreprises (financières et non financières) en matière de structure du capital, comme le souci d'éviter une dilution du capital, peut être dicté par le désir de maintenir les asymétries de l'information qui existent entre les familles détentrices du capital, ainsi que les asymétries de l'information bien connues qui existent entre les propriétaires et les dirigeants d'entreprise. Les économistes du développement discutent actuellement du comportement attendu des membres d'une famille dans les entreprises familiales lorsqu'il faut trouver des fonds supplémentaires pour assurer le développement de l'entreprise et qu'il y a asymétrie de l'information entre eux. Cela rejoint les théories populaires qui veulent que les liens familiaux soient un obstacle au

développement économique et qui prétendent que les membres de la famille, dans les entreprises où la présence de la famille fondatrice est importante, peuvent être réticents à contribuer à un nouvel investissement sur leur épargne, car cet apport fournirait au reste de la parentèle une information sur la situation pécuniaire de l'individu. Les membres de la famille qui n'ont pas un intérêt direct dans l'entreprise pourraient alors chercher à profiter sans bourse délier de l'effort d'un parent plus fortuné. Les dirigeants de l'entreprise peuvent parfois éviter ce conflit et contracter directement un emprunt auprès d'intermédiaires financiers, évitant ainsi les problèmes accessoires de dilution du capital (si du capital n'appartenant pas à la famille est apporté à l'entreprise) ou de restructuration du capital au sein du groupe familial.

Politiques à mettre en œuvre pour créer des marchés d'obligations d'entreprises

Pour créer des marchés viables d'obligations d'entreprises²¹, il faut des efforts à long terme persistants pour lever les obstacles du côté de la demande comme du côté de l'offre, et résoudre les problèmes d'infrastructure. Si les banques détiennent 80 pour cent des actifs financiers en Asie, la proportion est inférieure à 25 pour cent aux États-Unis. Cela indique que les marchés de capitaux, et notamment les marchés obligataires, ont un avenir prometteur en Asie si des politiques appropriées sont adoptées. Les pouvoirs publics devraient porter tous leurs efforts sur les points développés ci-après.

Importance du marché des valeurs du Trésor

Un marché de titres publics qui fonctionne bien peut être un élément important pour favoriser la création de marchés d'obligations d'entreprises. Sa courbe de rendements sans risques facilite les placements privés. Il serait chimérique qu'un pays cherche à créer un marché obligataire et des marchés de produits dérivés sans disposer d'un marché satisfaisant de valeurs du Trésor. C'est pour cette raison qu'en Asie les gouvernements d'Australie et de Hong-Kong (Chine) en particulier se sont efforcés de maintenir la liquidité du marché des valeurs du Trésor bien qu'ils n'aient pas, dans l'immédiat, besoin de faire appel à ce marché. Le marché australien des titres publics a actuellement une courbe de rendements sur 12-13 ans, tandis que le marché des titres publics de Hong-Kong (Chine) a une courbe de rendements sur dix ans.

Les enseignements que les pays en développement doivent garder à l'esprit sont les suivants :

- pour créer un marché de titres publics digne de ce nom, il faut une stratégie d'endettement claire et équilibrée, et une capacité opérationnelle éprouvée ;
- pour minimiser le coût des titres de créances publics, il faut avoir une ligne de conduite s'appuyant sur les trois axes suivants : premièrement, exploiter le réservoir des capitaux mondiaux, autrement dit ouvrir le marché des créances publiques aux investisseurs étrangers ; deuxièmement, définir clairement les responsabilités

entre la gestion de la dette publique et la politique monétaire ; et, troisièmement, assurer le bon fonctionnement des infrastructures des marchés primaire et secondaire ;

- il est essentiel de maintenir avec les marchés une communication et un dialogue réguliers et approfondis sur les objectifs et les stratégies en matière de gestion de la dette. La logique des opérations liées à la gestion de la dette doit être transparente et les opérations doivent être raisonnablement prévisibles. Les opérations avant émission sont recommandées afin de minimiser les incertitudes sur les prix et les quantités ;
- il n'est pas souhaitable de proposer une gamme trop large de catégories d'obligations souveraines ; mieux vaut opter pour la simplicité ;
- les experts s'accordent à penser que, pour être valable, une courbe de rendements de référence doit porter sur au moins dix ans ;
- le choix des dispositions à prendre pour une émission primaire doit être fonction du stade de développement du marché des titres publics. En général, le système d'adjudication ouverte est préférable mais, si les marchés sont relativement peu étroits et peu liquides, on peut avoir intérêt à recourir à un petit groupe de spécialistes en valeurs du Trésor. Quoi qu'il en soit, un système d'opérateurs primaires est indispensable pour assurer la concurrence entre les intervenants sur le marché, répartir efficacement les titres publics et accroître la liquidité des titres ;
- le système de l'investisseur captif ou obligatoire, comme celui qui consiste par exemple à contraindre certaines institutions financières à détenir dans leurs actifs une proportion déterminée de valeurs du Trésor n'est pas souhaitable. En Australie, il a eu notamment pour conséquence de brider considérablement le marché secondaire des titres publics ;
- il faut régulièrement alimenter les marchés en nouveaux titres pour maintenir la liquidité. La liquidité du marché secondaire doit être assurée par des interventions délibérées des autorités ;
- l'adjudication, avec offre sous pli cacheté et prix uniforme, est la formule généralement préconisée ;
- la formule du démembrement, qui a pour effet de scinder le revenu issu de l'obligation entre l'intérêt du coupon et le remboursement du principal, est souhaitable ;
- des systèmes de compensation et de règlement fiables et en temps réel sont également d'une importance cruciale pour l'efficacité des opérations ;
- il est important de mettre en place un cadre réglementaire qui soit un gage de certitude juridique et d'uniformisation des règles du jeu, et qui puisse être aménagé en fonction de l'évolution des besoins du marché ;
- les titres publics doivent être intéressants pour les investisseurs ;

- il est nécessaire de créer un seul dépôt central de titres pour la région, qui remplira les fonctions de garde, de compensation et de règlement pour tous les titres disponibles de la région.

Stratégies à adopter pour la mise en place de marchés d'obligations d'entreprises

Stratégies relatives à l'offre

Créer un environnement porteur : libéralisation financière, maintien d'une politique de change et de normes réglementaires appropriées

Dans la plupart des économies d'Asie, le régime des capitaux est largement libéralisé, et les capitaux étrangers peuvent circuler d'un pays à l'autre. Ce mouvement va s'accélérer avec le processus de mondialisation en cours et les progrès rapides des technologies de l'information. Les entreprises du secteur industriel et les institutions financières locales vont de plus en plus chercher à se procurer des fonds au taux d'intérêt le plus faible possible, aussi bien sur le marché intérieur qu'à l'étranger. Le taux d'intérêt domestique et le taux de change joueront un rôle déterminant sur le prix effectif réel de ces fonds. Si la monnaie d'un pays demeure surévaluée, toutes choses égales par ailleurs, les emprunts extérieurs deviendront plus intéressants et *vice versa*. C'était le cas bien avant la crise des pays étudiés. La libéralisation financière doit être poursuivie et une politique de taux de change appropriée doit être mise en place afin de faciliter le développement des marchés financiers intérieurs et des marchés obligataires en particulier, et d'atteindre d'autres objectifs macro-économiques.

Mais si l'État doit instaurer un environnement favorable à la libéralisation financière, il appartient aux banques centrales de maintenir des normes réglementaires rigoureuses et des procédures strictes pour en assurer l'application afin de conforter la confiance des investisseurs dans le système financier. Deux éléments ont une importance cruciale dans ce processus : d'une part, l'indépendance de la banque centrale et sa compétence dans la conduite de la politique monétaire et, d'autre part, les pratiques des sociétés financières en matière de gestion des risques²². Parmi les récentes réformes réglementaires, citons en particulier :

- les améliorations du dispositif de surveillance des sociétés financières en Thaïlande ;
- le renforcement des normes de qualité des actifs en Corée (les banques coréennes font courir les intérêts sur les prêts dont le remboursement accuse un retard d'un mois alors que la norme internationale est de trois mois) ;
- l'acceptation par les pays étudiés que les banques centrales souscrivent à la norme spéciale de diffusion des données (NSDD)²³, qui indique quelles données publier et à quel moment (la Banque de Corée et le ministre coréen des Finances publient maintenant des informations sur Internet ; la qualité et l'opportunité des données diffusées par la Banque de Thaïlande laissent en revanche à désirer).

Les obligations émises par le secteur public ne doivent pas bénéficier d'un traitement privilégié, tel qu'un prix ou un taux d'intérêt attractif. Il faut laisser les forces du marché déterminer le prix de toutes les obligations. Dans certains pays en développement, l'État émet une grande quantité d'obligations pour financer des projets particuliers et autorise un déficit budgétaire à un prix avantageux en contraignant les institutions financières à acheter les titres ou en offrant des incitations fiscales aux investisseurs. Ces pratiques introduisent des distorsions dans tous les marchés obligataires tout en pénalisant le marché des obligations d'entreprises.

Réformer le gouvernement d'entreprise

Un gouvernement d'entreprise bien compris permet d'améliorer la protection de tous les actionnaires, y compris celle des détenteurs d'obligations. Beaucoup d'entreprises asiatiques ont été montrées du doigt pour leur absence de gestion rigoureuse dans des domaines tels que la lutte anticorruption, la transparence des transactions financières, l'adoption de méthodes comptables conformes aux normes internationales, et la structure du capital. Cela a sapé la confiance des investisseurs dans les documents financiers des entreprises et donc, dans les obligations qu'elles émettent.

En Corée, avant la crise, des accords mutuels de garantie de paiement étaient souvent conclus entre les compagnies faisant partie d'un *chaebol*, et les institutions financières affiliées au *chaebol* accordaient des prêts aux entreprises associées d'une manière opaque, ce qui avait pour effet d'éroder la confiance dans les documents financiers des sociétés et des institutions financières concernées. Dans de nombreux pays, les méthodes comptables ont été modifiées au gré des circonstances. Les pays en crise ont mis un terme à ces comportements, mais la réforme nécessaire pour adopter les meilleures pratiques devrait être étendue à d'autres domaines. Le jugement que portent les investisseurs sur des éléments immatériels tels que l'intégrité des entreprises, le dispositif mis en place pour corriger l'asymétrie dans la communication des données sur les entreprises, et les moyens dont disposent les organismes de réglementation des marchés de titres a une influence déterminante sur la qualité des obligations d'entreprises et le dynamisme du marché des capitaux.

Les modes d'organisation des entreprises diffèrent d'un pays à l'autre, mais on peut les classer en deux modèles antagonistes : le modèle des tiers (fondé sur le marché) et le modèle des initiés (fondé sur le conseil d'administration)²⁴. Les États-Unis et le Royaume-Uni ont en général adopté le premier modèle et les autres pays, le second. Dans le premier modèle, des investisseurs très dispersés détiennent le capital de l'entreprise et la contrôlent ; si les dirigeants négligent les intérêts des actionnaires, ces derniers vendent leurs actions. Dans le modèle fondé sur le conseil d'administration, les membres du conseil représentent les intérêts de groupes identifiables et ils ont pour mission de discipliner les dirigeants de l'entreprise. Dans l'ensemble, les pays d'Asie commencent à passer d'un modèle fondé sur le conseil d'administration à un modèle fondé sur le marché. Toutefois, ce modèle exige la divulgation d'un nombre suffisant de données, un bon flux d'informations, l'application de règles commerciales rigoureuses et un système bien développé de protection des investisseurs²⁵.

Stratégies relatives à la demande

Renforcer le rôle des investisseurs institutionnels et des fonds communs de placement

Les investisseurs institutionnels (fonds de pension et compagnies d'assurance) et les fonds communs de placement constituent des instruments particulièrement importants dans les pays en développement pour élargir la base des investisseurs car, dans ces pays, les investisseurs individuels n'ont pas une bonne connaissance des marchés obligataires, de sorte qu'ils hésitent à investir dans les obligations d'entreprises. Dans les économies qui ont réussi à développer des marchés obligataires, comme la Corée et la Malaisie, les investisseurs institutionnels et les fonds de placement jouent un rôle important en achetant et vendant diverses obligations et en constituant des portefeuilles d'actifs attractifs.

En Corée, la création des fonds communs de placement a été en bonne partie déréglementée en 1998, et les autorités envisagent la possibilité d'accorder des avantages fiscaux aux étrangers qui investissent dans des titres à rendement fixe d'entreprises locales. En Malaisie, les exonérations fiscales sur les plus-values du marché obligataire ne s'appliquent qu'aux investisseurs individuels, et non pas aux institutions. Mais il est vraiment nécessaire de renforcer les moyens des investisseurs institutionnels en élargissant les fonds de pension (aux employés des entreprises et du secteur bancaire, par exemple) et les fonds communs de placement, en diversifiant les sources de financement et en améliorant les qualifications des gestionnaires de ces fonds. Les mesures visant à harmoniser les exonérations fiscales offertes aux investisseurs et à encourager les achats d'obligations par d'autres institutions financières²⁶ faciliteront aussi le développement de ce marché.

En Indonésie, seuls les investisseurs institutionnels, le secteur bancaire et les tout nouveaux fonds communs de placement achètent des obligations locales (notamment des obligations d'État). Avant la crise, les portefeuilles d'obligations en roupies des investisseurs étrangers représentaient entre 10 et 20 pour cent des nouvelles émissions d'obligations, et ils comportaient essentiellement des titres très liquides et bien notés tels que les obligations de la PLN (compagnie d'électricité à capitaux publics) et de la BTN (une banque d'État). Les investissements des fonds de pension étaient composés à hauteur de 50 à 55 pour cent de dépôts à terme ; de 10 à 15 pour cent d'actions ; de 10 à 15 pour cent d'obligations et de billets à ordre ; et de 15 à 30 pour cent d'autres actifs, en particulier immobiliers. La composition des portefeuilles des compagnies d'assurance était à peu près la suivante : 45 à 50 pour cent de dépôts à terme ; 4 à 6 pour cent d'actions ; 12 à 15 pour cent d'instruments du marché monétaire (SBI) ; 8 à 10 pour cent d'obligations et de billets à ordre ; et 19 à 30 pour cent d'autres actifs, en particulier immobiliers. Le portefeuille d'obligations de ces entreprises était négligeable.

Les fonds communs de placement, apparus en 1996, se sont rapidement développés : leur portefeuille atteignait 7.2 billions de roupies en 1997, avant la crise, et ils étaient composés d'instruments du marché monétaire à hauteur de 25 pour cent

d'actions, de 15 pour cent d'obligations et de 50 pour cent de billets à ordre, le reste étant représenté par des liquidités, ce qui traduit un fort investissement en obligations domestiques. L'Indonésie doit élargir le rôle des investisseurs institutionnels et des fonds communs de placement en prenant des mesures pour développer les fonds de pension et les fonds communs de placement, valoriser les ressources humaines et diversifier les sources de financement.

Les investisseurs internationaux ont également été incités à acheter des obligations asiatiques avec la création d'indices de référence plus larges, qui offrent l'avantage de la diversification du risque. J.P. Morgan, par exemple, a actualisé son « indice obligataire des marchés émergents » (EMBI Global) pour donner une pondération plus importante aux émetteurs asiatiques, et intègre désormais trois des économies en crise²⁷.

Si l'on veut encourager les investisseurs, il est également important de mettre en place des cadres juridiques solides pour renforcer la sécurité des titres et faire appliquer la réglementation. La Thaïlande espère que la nouvelle législation sur les faillites va stimuler les prêts bancaires aux entreprises en donnant aux banques l'assurance qu'elles auront à l'avenir la possibilité de recouvrer leurs créances douteuses. Toutefois, les amendements du Sénat ont doublé le seuil minimum par rapport à ce qui avait été proposé (l'endettement doit excéder 1 million de bhats pour les faillites individuelles, et 2 millions de bhats pour les entreprises), et le statut de failli peut être levé au bout de trois ans au lieu des dix ans envisagés. Ces mesures ont semble-t-il dopé le volume des transactions sur le marché secondaire, puisque les obligations d'entreprises représentent maintenant la moitié des transactions²⁸.

Les placements privés

Le placement privé d'obligations d'entreprises présente des avantages, en particulier dans les pays en développement, où le marché obligataire est de manière générale petit. Il n'y a pas d'obligation d'enregistrement à la SEC parce que leur émission ne fait pas l'objet d'un appel public à l'épargne. Les entreprises elles-mêmes et les banques d'affaires peuvent trouver des acquéreurs potentiels d'obligations par divers moyens et décider des conditions d'émission sans passer par les procédures officielles. Cette formule présente certains points communs avec les crédits bancaires.

Aux États-Unis, même les transactions sur les obligations d'entreprises qui ont fait l'objet d'un placement privé sont autorisées depuis 1990, avec l'adoption de la règle 144A de la SEC. Il y a donc maintenant deux types de marchés de placements privés : le marché des obligations 144A et le marché traditionnel, pour les autres types d'obligations. Le placement privé au titre de la règle 144A est maintenant garanti par des banques d'affaires sur la base des engagements comme pour les émissions de titres en souscription publique. Le tableau 8 montre l'importance des placements privés d'obligations aux États-Unis, en tant que source de financement des entreprises.

**Tableau 8. Émission d'obligations par offre publique et par placement privé
des sociétés non financières aux États-Unis, 1975-91**
(en milliards de dollars, pourcentage annuel)

Type d'obligations	1975-80	1981-85	1986-91
Publiques	21.0 (58.8)	35.6 (64.3)	87.6 (57.4)
Privées	14.7 (41.2)	19.8 (35.7)	64.8 (42.6)
Total	35.7 (100.0)	55.4 (100.0)	152.4 (100.0)

Source : Fabozzi et Modigliani, 1996.

Des années 70 au début des années 90, les obligations d'entreprises ayant fait l'objet d'un placement privé représentaient à peu près 40 pour cent des émissions de cette catégorie de titres aux États-Unis. Cette part a augmenté entre 1986 et 1991, entre autres du fait de l'adoption de la règle 144A.

Développer l'infrastructure

Fiabilité des notations

Il existe dans chaque pays plusieurs agences locales de notation, qui fournissent des services, gratuits ou payants. En Indonésie, PEFINDO a été créée en 1994 à l'initiative du ministère des Finances et de la Banque d'Indonésie dans le cadre d'un accord de partenariat avec Standard & Poor's (S&P). Une autre agence, Kasnik, Duff et Phelps, a obtenu son agrément en 1997, mais elle n'est pas encore opérationnelle. PEFINDO a noté à peu près 200 sociétés, représentant environ 250 titres de créances (papier commercial compris). L'obligation de noter les obligations et le papier commercial admis à la cote a accru la demande de services de ces agences. Le partenariat établi par PEFINDO lui a permis d'asseoir sa crédibilité sur les marchés internationaux. Trois agences locales opèrent en Corée : Korea Management Consulting and Credit Rating Corporation (KMCRC), Korea Investors Service (KIS), et National Information and Credit Evaluation Corporation (NICE). Toutes les obligations non garanties qui sont émises en souscription publique doivent être notées par au moins deux agences, et les entreprises qui ont une note supérieure ou égale à A peuvent émettre ces obligations²⁹. Toutefois, la prépondérance en Corée des obligations garanties (pour lesquelles une notation n'est pas nécessaire) entrave le développement des services de notation.

En général, les agences de notation locales souffrent du manque de fiabilité de leurs services en raison de problèmes de qualification du personnel et des techniques de notation, de l'insuffisance des sources d'information et des pratiques comptables inappropriées des entreprises. Les accords de partenariat avec des agences de renom international telles que Standard & Poor's ou Moody's permettront de renforcer leur fiabilité. Dans les petits pays, il vaudrait mieux recourir aux services de ces agences internationales plutôt que de créer des agences locales, étant donné l'importance des coûts fixes associés à leur fonctionnement.

Créer une courbe de rendement de référence

La mise au point de courbes de rendements de référence est indispensable pour déterminer le prix des titres non gouvernementaux puisque, selon un usage établi de longue date, les investisseurs fixent le prix de ces titres en appliquant une marge par rapport à un titre sans risque ou à un titre public de même échéance. De nombreux pays de la région en sont bien conscients [c'est le cas de l'Australie, de Hong-Kong (Chine) et de Singapour, par exemple] et ils se sont engagés à maintenir l'infrastructure de la courbe de référence bien qu'ils n'aient pas de besoins de financement. Ces courbes facilitent également le développement des marchés de produits dérivés et offrent aux opérateurs intervenant sur les marchés financiers de nouveaux moyens de transformation des risques. La procédure habituelle consiste à interpoler le rendement d'une obligation d'entreprise à échéance donnée par l'application d'une marge à une courbe de rendement de référence pour des fonds d'État démembrés, dérivée de la dernière série en date d'obligations d'État remboursables en une seule fois.

A part quelques économies telles que Hong-Kong (Chine) et la Malaisie, il n'existe pas d'obligations d'État de référence à long terme dans les pays en développement d'Asie. Il n'y a que des obligations de référence à court terme (en particulier les émissions de banques centrales) ou des obligations de quasi-référence comme les obligations d'entreprises garanties de la Corée. Mais aucun titre ne peut remplacer les obligations d'État étant donné le peu de risques qu'elles comportent. Les pays asiatiques en développement sont en pleine croissance et ont en général régulièrement maintenu des positions budgétaires équilibrées ou excédentaires, ce qui a réduit d'autant la nécessité d'émettre des obligations d'État pour financer les dépenses budgétaires courantes. Toutefois, des obligations d'État ont bel et bien été émises. Les autorités de ces pays étaient également hostiles en général à la création de bons du Trésor de référence, craignant de favoriser ainsi un endettement de plus en plus important des administrations publiques.

En revanche, Hong-Kong (Chine) — qui est l'une des économies qui a le mieux réussi à minimiser les effets de la crise — a déployé des efforts soutenus, même avant la crise, pour développer les effets du fonds de stabilisation des changes (EFB) et les bons du fonds de stabilisation des changes (EFN) (désignés ci-après « papiers du fonds de stabilisation des changes » ou EFP), et elle les a notablement renforcés par la suite. Comme le budget de Hong-Kong (Chine) est généralement excédentaire, le principal objectif du programme EFP est de faciliter le développement du marché obligataire local en augmentant l'offre d'obligations de grande qualité et en créant une courbe de rendements de référence fiable pour les instruments de la dette en dollars. Le programme EFP a été introduit en mars 1990 avec l'émission de bons à 91 jours et s'est développé pendant les années qui ont suivi. Des bons à 182 et 362 jours ont été lancés respectivement en octobre 1990 et février 1991, et ils ont été suivis par des bons à deux ans, en mai 1993, des bons à trois ans, en octobre 1993, des bons à cinq ans, en septembre 1994, des bons à sept ans, en novembre 1995, et des bons à dix ans, en octobre 1996. L'EFP a été très bien reçu par le marché et il fournit une courbe

des rendements de référence pour le dollar de Hong-Kong (Chine) grâce aux émissions régulières par l'EFP de titres d'échéances diverses, ce qui permet de créer un mécanisme de tenue du marché efficace.

Hong-Kong (Chine) constitue un bon exemple de développement d'un marché d'obligations d'État de référence dans les économies en développement, bien que sa situation économique et financière soit nettement plus florissante que celle de ces économies. Récemment, la Corée et la Thaïlande ont également lancé un programme d'obligations d'État de référence. Les avantages d'un marché d'obligations de référence excèdent largement les coûts liés à l'endettement des administrations publiques, ce qui justifie la nécessité de créer une courbe de rendements fondée sur les obligations d'État. Il est indispensable que les obligations d'État de référence soient très liquides, ce qui suppose d'offrir une quantité suffisante d'obligations publiques ayant des échéances différentes. Cela facilite l'interpolation correcte des rendements pour les échéances hors référence et cela permet aussi d'empêcher les distorsions de la courbe des rendements qu'entraîne une volatilité induite par le manque de liquidité.

La Thaïlande a récemment décidé de s'attaquer à ces questions, déclarant que la création d'une courbe de rendements de référence était un élément clé de sa politique dans le cadre de son programme de réforme globale du marché obligataire. Comme il existe maintenant une offre abondante d'obligations d'État, émises pour assurer le financement des déficits budgétaires et la restructuration et la recapitalisation de certains intermédiaires financiers, il est désormais possible d'établir deux courbes de rendements du marché : l'une est fondée sur les transactions du jour, que fournit le Centre thaïlandais des transactions sur obligations, et l'autre, sur les rendements à la date de règlement, que fournit le site Internet de la Banque de Thaïlande³⁰.

Le cadre réglementaire³¹

Les instances réglementaires devraient faire tout leur possible pour éviter de décourager les innovations du marché par une réglementation inappropriée mais, en même temps, il est essentiel d'avoir un cadre réglementaire et un dispositif de surveillance rationnels et efficaces pour le marché obligataire, les intermédiaires, les investisseurs institutionnels et les autres opérateurs qui interviennent sur le marché, afin d'assurer la protection des investisseurs et l'adoption de pratiques saines de gestion ou de codes de conduite permettant de réduire les risques. Cela implique un ensemble de règles clairement définies pour le marché, un degré important de transparence, des normes rigoureuses ainsi qu'un système de contrôles internes et externes pour veiller à l'application de la réglementation. La question du rôle de l'État en tant que responsable de la gestion de la dette — séparation des responsabilités entre la gestion de la dette et les autres fonctions du Trésor — doit également être étudiée.

Il est essentiel de définir de façon précise et transparente les responsabilités, les rôles et les objectifs des autorités réglementaires afin de maintenir un haut niveau d'efficacité et de confiance du public dans le cadre réglementaire et d'éviter les vides ou les chevauchements juridiques. Dans cette optique, il est important de veiller à ce

que la législation définisse clairement les interventions de supervision, d'assurer une coopération étroite entre les différentes instances réglementaires, et d'élaborer une réglementation précise pour les divers intervenants sur le marché (diversité des participants bancaires et non bancaires) et les instruments financiers.

Systèmes de règlement

Les coûts de transaction liés aux opérations d'achat, de vente et d'émission des titres se prêtent à des économies d'échelle et de champ d'activité. Les progrès de la technologie et la mise en place de systèmes de règlement pour l'ensemble de l'Asie renforceraient les chances de viabilité des marchés obligataires locaux sur le long terme. L'instauration de procédures uniformes dans la région serait un premier pas dans cette direction. Certaines initiatives prises par les autorités au niveau national montrent le chemin. En Thaïlande, par exemple, le projet de livraison contre paiement en temps réel (DVP) a été lancé en avril 1998, et il devrait être achevé d'ici le troisième trimestre de l'an 2000. En outre, un système de cotation des cours des obligations en temps réel lié à un service d'agence de presse a été créé afin d'améliorer les flux d'information et les mécanismes de prix. La Thaïlande a aussi élaboré un « plan directeur » qui a pour objet de fournir des directives internes pour l'exécution et la coordination des politiques entre le Centre thaïlandais des transactions sur obligations, la Commission des opérations de bourse et le ministre des Finances.

Problèmes concernant le financement des micro- et des petites entreprises

Si l'examen des marchés d'obligations d'entreprises est pertinent pour le financement des MGE industrielles, il ne l'est pas pour les MPE car, dans les pays en développement, le marché obligataire leur est habituellement fermé. Les MPE ne remplissent en général pas les conditions voulues pour émettre des titres de créances sur les marchés obligataires du fait de l'étroitesse de leur assise financière, de la fluctuation de leurs bénéfices et de l'insuffisance de solvabilité qui en résulte. Les MPE sont omniprésentes, que ce soit dans les régions rurales et agricoles, dans les petites villes ou dans les agglomérations urbaines, et elles couvrent aussi bien les activités artisanales et les agro-industries que le commerce et diverses activités de services. Il est urgent d'étudier les problèmes de financement de ces entreprises et de les aider à les résoudre, car la crise financière asiatique les a gravement touchées et leur accès aux circuits formels du crédit est restreint.

Le renforcement des marchés financiers susceptibles de servir ces entreprises aura un effet important sur le double plan de la création d'emplois et du recul de la pauvreté. En effet, si elles comptent en général pour un tiers de la production de l'industrie manufacturière et du secteur des services des pays d'Asie à faible revenu, elles représentent les deux tiers des emplois. Il leur faut des marchés financiers différents de ceux qui servent les MGE.

Les MPE ont besoin de ressources à court et à moyen termes. Les fonds à court terme leur permettent de financer les salaires, la gestion des stocks et d'autres dépenses d'exploitation. Dans les pays industriels, ce sont généralement les banques commerciales qui fournissent ce type de financements mais, dans les pays en développement, ces banques ne peuvent pas, ou ne veulent pas, le faire. Les prêts à moyen terme, dont elles ont besoin pour les usines et les équipements, sont rares également, parce que leur productivité est faible et qu'elles n'ont pas de garanties à offrir.

Il est donc crucial de ne pas laisser les marchés financiers des MPE aux seules initiatives du secteur privé. La puissance publique doit encourager la création d'institutions financières adaptées aux besoins des MPE par des incitations particulières, comme les réductions d'impôts, et d'institutions spécialisées dans la garantie des prêts pour gérer la question des cautions. Si l'on en juge d'après l'expérience des pays en développement, les institutions financières fonctionnant sur des bases commerciales et bien encadrées obtiennent d'excellents résultats dans ces pays.

Conclusions

Les pays d'Asie les plus durement touchés par la crise doivent pendant leur convalescence continuer à diversifier le mode de financement des activités industrielles afin d'accroître les ressources financières disponibles pour les projets de développement et d'accélérer l'expansion du secteur financier. Depuis de longues années, le financement industriel de ces pays repose trop sur les banques, avec les risques que comporte un mécanisme de financement extrêmement rigide, avec une prédominance de financements à court terme et une vulnérabilité aux chocs exogènes. Le phénomène de désintermédiation bancaire commence déjà à se manifester, à en juger par l'extrême circonspection dont les banques commerciales font preuve dans leur politique de crédit aux pays en développement d'Asie. Pour diversifier les méthodes de financement, il faut s'attaquer en priorité au développement des marchés obligataires, longtemps négligés. Cette négligence tient au fait que, dans le passé, les emprunts extérieurs étaient moins coûteux que d'autres formes de financement, que les systèmes financiers des pays étaient dominés par les banques, et que le contrôle des entreprises par des groupes familiaux soulevait des problèmes.

Pour développer les marchés obligataires dans les pays touchés par la crise, ce rapport préconise une politique axée sur les éléments suivants, qui couvrent les mesures à prendre du côté de l'offre et du côté de la demande, ainsi que les questions relatives au développement des infrastructures : *i*) créer un environnement porteur ; *ii*) réformer le gouvernement d'entreprise ; *iii*) assurer la fiabilité des notations ; *iv*) construire une courbe de rendements de référence ; *v*) renforcer le rôle des investisseurs institutionnels et des fonds communs de placement ; *vi*) développer les placements privés ; *vii*) mettre en place un système de livraison en temps réel ; *viii*) renforcer le cadre réglementaire.

La mise en œuvre de ce plan dans de bonnes conditions sera longue, privilégiant des mesures prudentes prises dans le cadre d'une stratégie rationnelle de développement à moyen et long termes des marchés obligataires. Il est également souhaitable d'accroître les émissions d'obligations sur les marchés financiers internationaux afin de diversifier les sources de financement et d'en minimiser les coûts.

Les marchés financiers adaptés aux micro- et aux petites entreprises (MPE), qui sont toujours en position de faiblesse lorsqu'il s'agit d'obtenir des ressources financières, doivent être améliorés. Dans la plupart des pays en développement à faible revenu, les MPE représentent près des deux tiers des emplois et un tiers de la valeur ajoutée, ce qui montre à quel point elles sont importantes pour les économies nationales. Il faudrait encourager la création d'institutions financières fonctionnant sur des bases commerciales pour fournir des services aux MPE soigneusement réglementés.

Notes

1. La mesure et la définition d'une MGE et d'une MPE sont souvent ambiguës. Le nombre d'employés, la valeur de la production et la valeur des actifs sont les éléments les plus couramment utilisés pour différencier ces deux catégories d'entreprises. Pour les besoins de ce document, nous avons défini la MPE comme ayant jusqu'à 49 employés, et la MGE, comme ayant 50 employés ou plus.
2. Il s'agit ici des pays les plus durement touchés par la crise : la Corée, l'Indonésie, la Malaisie et la Thaïlande.
3. Voir Walter (1993) pour une analyse des différents modes de financement et un modèle simplifié du processus d'intermédiation financière.
4. La meilleure pratique financière internationale et certaines lois bancaires préconisent qu'une banque commerciale, autorisée à ne recevoir que des dépôts à court terme (un an maximum), s'efforce de faire concorder les échéances de ses éléments d'actifs et de passif qui sont sensibles aux risques. Les autorités exigent habituellement que le défaut de concordance des échéances soit maintenu à l'intérieur d'une fourchette spécifique, qui est fonction de la taille de la banque, de son expérience et de l'infrastructure disponible pour gérer et mesurer les risques.
5. Entre 1996 et 1999, le volume des prêts accordés par les banques internationales aux pays en développement d'Asie a nettement diminué.
6. La diversification internationale des portefeuilles et la politique de recherche du rendement des investisseurs mondiaux a alourdi le coût d'opportunité des dépôts bancaires et contribué à la désintermédiation et à l'élargissement des marchés de titres dans un grand nombre de pays avancés. Par exemple, la valeur marchande totale des actifs qui sont gérés par les fonds communs de placement des États-Unis (quelque 5 billions de dollars) et investis dans les marchés de titres excède la valeur totale des dépôts dans les banques américaines. Les marchés financiers japonais et européens suivent avec un bel ensemble les tendances américaines, mais à un rythme moins rapide (Schinasi et Todd-Smith, 1998).
7. Les trois sections suivantes de ce rapport sont tirées de Batten et Kim, 2000.
8. Étant donné les énormes différences entre contextes historiques et cadres de référence des systèmes financiers actuels, il est malvenu de comparer directement ces pays aux États-Unis. Mais comme les États-Unis ont le marché des capitaux le plus avancé, ils peuvent servir de point de comparaison pour l'analyse du développement du marché obligataire.

9. Kawai et Takayasu (1998) ont signalé ce phénomène au sujet de la Thaïlande, mais il vaut sans doute également pour les autres économies en crise.
10. Aux termes des dispositions de la législation des États-Unis (*US Securities Act* de 1993), les émissions d'obligations nationales sur le marché de ce pays doivent être enregistrées à la Commission américaine des opérations de bourse (SEC).
11. Les agences de notation des obligations classent les émetteurs d'obligations d'entreprises en neuf grandes catégories, en fonction de la qualité qu'ils attribuent à la signature de ces émetteurs. Ces catégories comprennent les émetteurs de valeurs de placement : AAA, AA, A et BBB, et les émetteurs de valeurs de second ordre : BB, B, CCC, CC, et C. Les obligations dont la note est inférieure à C sont celles d'entités en défaut de paiement ou en faillite. Les deux principales agences de notation utilisent une notation légèrement différente pour des catégories de risques de crédit équivalente. Standard & Poor's n'utilise que des majuscules (AAA, par exemple), tandis que Moody's Investor Services hiérarchise les risques par une majuscule suivie de minuscules (Aaa, par exemple). Nous suivons ici la notation de Standard & Poor's.
12. Dans le monde entier, le dollar des États-Unis est la monnaie la plus fréquemment utilisée pour les émissions d'euro-obligations, avec un volume de titres de 1 673.4 milliards de dollars ; viennent ensuite le yen avec 407.1 milliards de dollars, le deutschemark avec 369.4 milliards de dollars, la livre sterling avec 308.3 milliards de dollars, le franc français avec 191.3 milliards de dollars, le franc suisse avec 141.5 milliards de dollars, la lire italienne avec 117.9 milliards de dollars, le florin néerlandais avec 105.3 milliards de dollars, l'euro avec 99.3 milliards de dollars, et enfin le franc luxembourgeois avec 37.8 milliards de dollars d'encours (BRI, 1998, tableau 13B),
13. Voir la figure 5, dans Kamin et von Kleist, 1999, pour une illustration graphique de la diminution des marges (de 1991 à 1997). Les prêteurs préféraient les émissions asiatiques (pour les émissions latino-américaines ayant les mêmes caractéristiques que des émissions asiatiques, par exemple, les marges étaient majorées de 39 pour cent). Cela tient peut-être au fait que les pays d'Amérique latine et d'Europe de l'Est étaient plus instables que les économies asiatiques (Kamin et von Kleist, *op. cit.*), ou à une offre plus abondante étant donné que les pays d'Amérique latine émettent davantage d'obligations que les pays d'Asie (Eichengreen et Mody, 1997). Mais comme le soulignent Kamin et von Kleist, si l'Asie n'émet pas d'obligations, elle contracte davantage d'emprunts. Cela signifie que la stabilité économique est l'élément le plus important pour les décisions concernant la détermination des marges.
14. Batten et Kim (2000).
15. Si les agents économiques prévoient que la monnaie nationale ne se dépréciera pas plus que le différentiel d'intérêt entre les deux pays, ils seront incités à contracter des emprunts en devises non couverts. La relation qui existe entre les parités internationales permet de prédire que, dans le temps, les différentiels d'intérêt sont égaux à la dépréciation ou à l'appréciation des monnaies régies par un taux de change flottant.
16. Jensen et Meckling (1976) sont les premiers à avoir étudié les problèmes de représentation.

17. Claessens *et al.*, 1999.
18. Khan, 1999.
19. Voir Nestor et Thompson (1999) pour une analyse des différents systèmes de gouvernement d'entreprise, qui vont du modèle des tiers (*outsiders*) (aux États-Unis et au Royaume-Uni) au modèle des initiés (*insiders*), dont le modèle famille-État est une sous-catégorie.
20. Les estimations de Casserley et Gibb (1999 : tableau 11.3) font apparaître une participation importante de familles au capital des 15 banques les plus importantes de Thaïlande (27 pour cent du capital), d'Indonésie (47 pour cent du capital), de Malaisie (59 pour cent du capital) et des Philippines (60 pour cent du capital) à la fin de 1997.
21. Pour les financements industriels à moyen-long terme, les obligations d'entreprises et les bons à moyen terme peuvent être comparables. Toutefois, un bon à moyen terme est différent en ce sens qu'il est émis directement en faveur des investisseurs sans passer par un agent et qu'il n'y a pas de marché secondaire pour ce genre de titres.
22. Le rapport du Groupe de travail de l'Institute of International Finance sur la gestion des risques (janvier 2000) décrit les meilleures pratiques de gestion des risques pour le secteur privé.
23. Il convient de noter que le rapport du Groupe de travail de l'Institute of International Finance sur le financement des marchés émergents (mars 1999) recommande aussi que ces données incluent la situation des postes hors bilan des institutions communiquant les données. Voir ce rapport pour de plus amples détails sur la transparence et la divulgation des données.
24. Thompson, 1999.
25. Les mesures à prendre pour améliorer les structures de gouvernance dans les économies en crise ont été analysées dans plusieurs études de la BAD. Voir également La Porta *et al.* (2000) pour une analyse des problèmes de représentation et des régimes juridiques.
26. La loi sur les banques et les institutions financières énonce les règles qui régissent la composition des réserves des banques indonésiennes. Des procédures pourraient être instituées pour faciliter la détention de réserves bancaires sous forme d'obligations.
27. La pondération de l'EMBI Global est la suivante : 7.5 pour cent pour la Corée, 2.9 pour cent pour les Philippines, et 2.5 pour cent pour la Malaisie ; 1.6 pour cent pour la Chine et 0.4 pour cent pour la Thaïlande, les nouveaux venus (Source : *Asiamoney*, septembre 1999). Parmi ce genre d'indice, on peut également citer le Strategic Income Fund de la Chase Manhattan.
28. D'après *The Nation* (11 janvier 2000), les transactions sur les obligations d'entreprises représentaient, en décembre 1999, 18.6 milliards de bhats, sur un total de 35.4 milliards de bhats.
29. Les catégories de notations de ces agences sont semblables à celles de S&P.
30. Meecharoen, 1999.
31. APEC, 1999.

Bibliographie

- APEC Collaborative Initiative on Development of Domestic Bond Markets (1999), *Guidelines to Facilitate the Development of Domestic Bond Markets in APEC Member Economies*, août.
- BAD (Banque asiatique de développement) (diverses années), *Key Indicators*, Manille.
- BATTEN, J. et Y.-H. KIM (2000), “Expanding Long-term Financing through Bond Market Development: A Post Crisis Policy Task”, présenté à la conférence de la BAD sur les marchés des obligations d’État et le développement du secteur financier dans les économies d’Asie en développement, Manille, 28-30 mars.
- BRI (Banque des règlements internationaux), divers numéros, *Rapport trimestriel : évolution de l’activité bancaire et financière internationale*.
- BRI (1997), *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending: Second Half 1996*, Bâle, juillet.
- BRI (1999), *Consolidated International Banking Statistics for End-June 1999*, Bâle, novembre.
- CASSERLEY, D. et G. GIBB (1999), *Banking in Asia: The End of the Entitlement*, John Wiley & Sons (Asie) Pte Ltd, Singapour.
- CLAESSENS, S., S. DJANKOV et L.H.P. LANG (1999), “Who Controls East Asian Corporations?”, World Bank working paper, Banque mondiale, Washington, D.C.
- EICHENGREEN, B. et A. MODY (1997), “What Explains Changing Spreads on Emerging-Market Debt: Fundamentals or Market Sentiment”, photocopié, Fonds monétaire international, Washington, D.C.
- FABOZZI, F. et F. MODIGLIANI (1996), *Capital Markets* (seconde édition), Prentice Hall.
- FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL (divers numéros), *Statistiques financières internationales*, FMI.
- JENSEN, M.C. et W.H. MECKLING (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3 octobre.
- KAMIN, S. et K. VON KLEIST (1999), “The Evolution and Determinates of Emerging Market Credit Spreads in the 1990s”, *BIS Working Paper*, n° 68, BRI, Bâle, mai.
- KAWAL, M. et K.-I. TAKAYASU (1998), *The Banking and Financial System in Thailand*, Rapport de la Banque asiatique de développement, Manille.

- KHAN, H.A. (1999), *Corporate Governance of Family Businesses in Asia*, ADB Institute Working Paper Series, n° 3, Manille, août.
- LA PORTA, R., F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER et R. VISHNY (2000), “Agency Problems and Dividend Policies around the World”, *Journal of Finance*, 55(1).
- MEECHAROEN, K. (1999), “Central Banking Policies in Thailand”, Bank of Thailand, rapport présenté à la cinquième Conférence annuelle des banques centrales Asie-Pacifique, Singapour, 9 juillet.
- MYERS, S.C. (1984), “Capital Structure Puzzle”, *Journal of Finance* 39(3).
- NESTOR, S. et J. THOMPSON (1999), “Corporate Governance Patterns in OECD Economies: Is Convergence Under Way?”, conférence sur « Le gouvernement des entreprises en Asie », OCDE, Séoul, 3-5 mars.
- SCHINASI, G.J. et R. TODD-SMITH, (1998), “Fixed Income Markets in the United States, Europe and Japan: Some Lessons for Emerging Markets”, IMF Working Paper, FMI, décembre.
- THOMPSON, J. (1999), “Alternative Systems of Corporate Governance in OECD Countries: Strengths and Weaknesses”, atelier BAD-Institut BAD sur le renforcement des capacités en matière de gouvernement d’entreprise en Asie, Manille, 22-26 novembre.
- WALTER, I. (1993), “High Performance Financial Systems: Blueprint for Development”, *ISEAS Current Economic Affairs Series*, Institute of Southeast Asian Studies, Singapour.

Les résultats budgétaires et la crise économique de l'Asie de l'Est

*J. Edgardo Campos et David Jay Green**

Introduction

La crise a déclenché une vague d'examens de conscience chez les hauts fonctionnaires d'Asie de l'Est soucieux de lutter contre les soudains revirements de fortune économique et révélé un manque de confiance dans les politiques menées précédemment. Or, les différents problèmes ont souvent été traités par l'application de mesures ponctuelles n'offrant au mieux que des solutions temporaires. La crise a ainsi clairement mis à jour deux carences des systèmes de gestion des dépenses publiques qu'il est indispensable de corriger par des réformes.

La première réforme devrait viser à améliorer la souplesse budgétaire, c'est-à-dire la capacité à modifier rapidement le niveau et le dosage des dépenses en fonction des changements de politiques. Le système de gestion des dépenses publiques doit pouvoir évoluer en douceur pour s'adapter aux modifications des plans de dépenses tout en satisfaisant les priorités nationales. Cela nécessitera un certain nombre de changements, notamment :

- il faudra veiller à mieux appréhender et comprendre la nature réelle des éléments d'actif et de passif du secteur public. La crise s'est intensifiée avec la divulgation des engagements privés et leur prise en charge par le secteur public. Un système de suivi des engagements conditionnels du secteur public (comme la dette des entreprises d'État et les emprunts étrangers du secteur privé, par exemple) donnerait une idée plus précise de l'endettement public et pourrait servir de sonnette d'alarme pour la planification des budgets ;

* J. Edgardo Campos, économiste principal, Banque asiatique de développement. David Jay Green, économiste en chef, Département des programmes (Est), Banque asiatique de développement.

- il peut être intéressant de disposer de plans d'intervention d'urgence qui permettent d'utiliser les lignes de crédit officielles chaque fois qu'une politique budgétaire expansionniste est nécessaire, mais qu'elle ne peut pas être subventionnée par des capitaux privés ou intérieurs. Cela exigerait l'instauration d'un dialogue continu et à long terme entre les gouvernements de la région, et entre ces gouvernements et les organismes internationaux ;
- un système plus souple de gestion des liquidités s'impose pour éviter que les répercussions des chocs internes ou externes ne soient aggravées par des mécanismes de libération des liquidités inadéquats.

Pour soutenir cet assouplissement, la communauté internationale devra peut-être mettre en place des organismes d'aide d'urgence capables de mobiliser des fonds rapidement, c'est-à-dire sans les longues procédures exigées par les programmes actuels de prêts. Le mode de fonctionnement de ces organismes n'entre pas dans le cadre de cet article, mais nous allons démontrer qu'ils sont nécessaires.

Les facteurs de la crise

En août 1997, les monnaies de la Thaïlande, de l'Indonésie, de la République de Corée (que nous appellerons « Corée » dans le reste du texte), de la Malaisie et des Philippines ont subi une dévaluation massive. Face aux soudaines et importantes variations de cours qui ont frappé de manière assez inattendue, les autorités ont fait des efforts déterminés mais relativement vains pour essayer de renverser, ou au moins d'atténuer, la chute de leurs monnaies. Le choc externe est d'abord apparu en Thaïlande, mais le problème s'est propagé rapidement dans quasiment toute la région. Cette contagion témoigne de la convergence régionale des politiques et des résultats économiques, mais aussi de la vitesse avec laquelle les marchés financiers mondiaux ont révisé leurs positions¹.

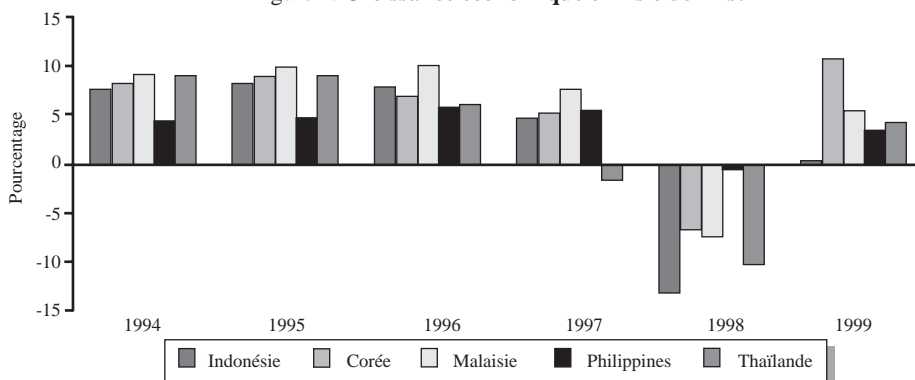
L'accumulation de la dette extérieure, surtout celle du secteur privé, laissait présager des mouvements monétaires importants. Cette accumulation a fini par être considérée comme insoutenable et par provoquer le retrait des capitaux étrangers et la fuite des capitaux des investisseurs locaux. La baisse des monnaies locales qui en a résulté a renforcé le manque de confiance au niveau international dans la capacité de ces pays à rembourser l'énorme dette extérieure et a entraîné des vagues successives de dévaluation. Le choc lié aux termes de l'échange a ébranlé un secteur financier déjà trop exposé à la dette extérieure et qui ne possédait ni les compétences, ni les capacités institutionnelles pour contenir les pressions accompagnant la libéralisation des marchés financiers.

A court terme, la dévaluation massive n'a eu que peu d'impact sur la valeur en dollars des exportations des pays touchés par la crise, en partie à cause des carences simultanées des marchés régionaux et de marchés comme celui du Japon. Les importations ont considérablement diminué, pour partie à cause de la dévaluation de

la monnaie locale, mais aussi à cause de la « compression » des importations (fléchissement de la demande dû à la récession intérieure et aux restrictions de crédits). Cette baisse des importations reflétait au départ la politique monétaire drastique mise en place pour tenter de renverser ou de ralentir la baisse en chute libre de la monnaie. Par la suite, elle a résulté de l'effondrement des marchés financiers et de la menace du surendettement naissant du secteur privé qui a freiné toute extension supplémentaire de crédit de la part des bailleurs habituels.

La rapide dégradation de la solvabilité des entreprises à la fois financières et non financières a entraîné un effondrement des investissements, surtout dans le bâtiment, mais aussi — compte tenu de l'évolution des problèmes systémiques — dans tous les autres secteurs. Les carences du secteur financier ont également entraîné des restrictions sur les exportations, lesquelles ont encore réduit le revenu national. Au final, cela s'est soldé par une récession régionale qui a durement frappé un ensemble de pays auxquels leur croissance particulièrement stable avait pourtant valu le surnom de « tigres » (figure 1).

Figure 1. Croissance économique en Asie de l'Est



Les résultats budgétaires cumulés et la crise²

Les répercussions sur les ressources publiques

Dans les cinq pays concernés, la crise a d'abord provoqué une insuffisance des rentrées fiscales par rapport aux prévisions, du fait d'un fléchissement de la capacité d'imposition des entreprises, lui-même entraîné par une insolvabilité croissante, un resserrement des flux d'échanges et une baisse des revenus des ménages. Le recouvrement des recettes publiques a naturellement suivi le revenu global, puisque plus de la moitié des recettes intérieures d'avant la crise provenaient des impôts sur le revenu et de la taxe sur la valeur ajoutée. Dans la plupart des pays, la baisse des revenus s'est répercutée

plus que proportionnellement par rapport au recouvrement des impôts, et le rapport entre les dépenses et les ressources totales (impôts/PIB) a chuté. La dépendance vis-à-vis des taxes commerciales a également abouti à une baisse de ressources publiques.

En Indonésie, pendant l'année budgétaire 1995, les revenus sensibles au PIB et les taxes sur la valeur ajoutée ont représenté une moyenne de 52.9 pour cent des recettes intérieures totales. Les droits à l'importation, très sensibles au revenu national, ont rapporté 5.2 pour cent supplémentaires³. Les dirigeants de la Banque asiatique de développement (BAD) ont estimé qu'à la suite du choc de la crise, les revenus intérieurs hors pétrole avaient chuté, passant de 12 à 13 pour cent du PIB pour les années⁴ 1995 et 1996 à 11.4 pour cent pour 1998 et 1999. Ajoutés aux 13.2 pour cent de baisse du PIB pour l'année civile 1998, ces chiffres ont provoqué une réduction importante des recettes budgétaires en termes nominaux et en termes réels. Les revenus du pétrole ont également fléchi pendant la crise, réduisant ainsi davantage la capacité du pays à lutter contre la récession budgétaire.

En Corée, l'effort fiscal a été beaucoup plus stable : le recouvrement de l'impôt a enregistré une augmentation marginale qui est passée de 16.4 pour cent du PIB en 1995-96 à 16.6 pour cent en 1997⁵. On considère que c'est en partie dû aux réformes de la loi sur le secret bancaire, car elles ont interdit certaines pratiques qui avaient permis jusque-là de déclarer des revenus inférieurs aux revenus encaissés. Pourtant, malgré cette amélioration, les ressources budgétaires ont chuté en même temps que le PIB, de 5.8 pour cent en 1998.

La Malaisie a également souffert d'une réduction importante de ses revenus en 1998. Les ressources fiscales, qui étaient en hausse jusqu'en 1997, ont chuté de 15.5 pour cent en 1998⁶. Un impact immédiat s'est fait sentir sur le recouvrement des impôts indirects : les taxes commerciales, les droits d'accise et les impôts sur les ventes ont diminué de 38 à 41 pour cent en 1998⁷.

Aux Philippines, le changement a été moins brutal avec, en 1998, une diminution d'environ -0.5 pour cent du taux de croissance du PIB, qui était de 5-6 pour cent en 1996 et 1997. La capacité d'imposition a néanmoins également varié pendant cette période, diminuant d'environ 1.5 pour cent du PIB⁸ et inversant ainsi la tendance à la hausse, modeste mais constante, de l'effet fiscal des années 90.

En Thaïlande, les recettes fiscales ont diminué rapidement en 1997. Le ratio impôts/PIB est ainsi passé de 17.5 pour cent pendant les années 1995 et 1996 à 16.3 pour cent en 1997. La baisse s'est poursuivie en 1998. Le ralentissement de l'activité économique a été particulièrement sensible dans l'effritement des impôts sur les sociétés et sur la propriété⁹. Cet effritement et la chute brutale du PIB ont entraîné une forte diminution des recettes publiques.

La pression immédiate sur les ressources budgétaires

La première dévaluation monétaire a rapidement renchéri le service national de la dette extérieure, mettant ainsi immédiatement les ressources budgétaires sous pression. Les répercussions ont été variables au sein de la région, mais c'est dans les pays comme l'Indonésie ou les Philippines — où le secteur public était dans une situation financière particulièrement faible — qu'elle a frappé le plus fort.

En Indonésie, en termes de balance courante, le rapport du service de la dette au PIB est passé d'environ 9 pour cent pendant les années 1995 et 1996 à 13.5 pour cent en 1998¹⁰. Bien qu'il ait reflété une légère augmentation de l'endettement global, le principal changement résidait dans le renchérissement intérieur des prêts en devises étrangères du fait de l'effondrement de la roupie, dont le cours par rapport au dollar est passé de 2 181 roupies pendant l'année 1994 à 7 852.9 roupies en 1999. Alors que la pression a surtout été supportée par le secteur privé, le remboursement des intérêts de la dette extérieure par le secteur public est passé de 6 000 ou 7 000 roupies pendant les années 1994-97 à 11 263 roupies en 1998. Cela représentait 9.7 pour cent des dépenses totales en 1998, contre seulement 8.1 pour cent l'année précédente¹¹.

Le poids du service de la dette extérieure s'est également accru dans le budget coréen. Les paiements d'intérêts prévus au budget en pourcentage du PIB sont passés d'un chiffre relativement constant de 0.5-0.6 pour cent pendant les années ayant précédé la crise à 1.1 pour cent en 1998, soit de 2.2 pour cent des dépenses totales en 1997 à 4.1 pour cent en 1998¹². (Cela étant, le chiffre pour 1998 incluait déjà les coûts de restructuration des banques).

La dette extérieure totale de la Malaisie est passée de 37.5 pour cent du PIB en 1996 à 52.1 pour cent en 1998, mais le ratio du service de la dette est resté relativement stable, à environ 5.5-7 pour cent des exportations de biens et de services¹³. Ce qui est plus important, du point de vue des recettes publiques, c'est que la charge du service de la dette est resté très modeste. En 1998, elle ne représentait que 2.3 pour cent des dépenses totales du gouvernement national. Les engagements de la dette extérieure n'ont donc pas grevé aussi lourdement le budget national que dans les autres pays touchés par la crise.

Aux Philippines, les remboursements d'intérêts du gouvernement central ont augmenté de 28 pour cent en pesos entre 1997 et 1998¹⁴ et les charges accrues du service de la dette représentaient 0.5 pour cent du PIB. Le remboursement des intérêts exprimé en pourcentage des dépenses du gouvernement national donne une mesure de l'impact sur les ressources budgétaires, puisqu'il est passé de 16.6 pour cent en 1997 à 19.5 pour cent en 1998¹⁵.

En Thaïlande, en termes de balance courante, les charges du service de la dette ont brutalement augmenté après l'effondrement de la devise et la fuite des capitaux privés. En 1997, ces charges totales exprimées en pourcentage des exportations de marchandises et de services s'élevaient à 15.8 pour cent contre seulement 12.1 pour cent l'année précédente et une moyenne de 11.5 pour cent les trois années antérieures¹⁶.

Du point de vue du secteur public, le changement a été beaucoup plus facile à gérer (les dépenses d'intérêts de l'année 1997 sont passées à 2.8 pour cent des dépenses totales contre 2.2 pour cent l'année précédente¹⁷), mais il a tout de même inversé la tendance à la baisse des remboursements d'intérêts.

L'héritage de la crise : la prise en charge de la dette privée par le secteur public

Bien que parfois considérables, les problèmes à court terme engendrés par la hausse de la charge de la dette extérieure du secteur public ne sont que bénins face aux problèmes à long terme qui découlent de l'effondrement du secteur financier dans la plupart des pays et de la prise en charge par le secteur public des dettes du secteur privé, notamment celles relatives à la recapitalisation du secteur bancaire.

Les carences des secteurs bancaire et financier ont globalement joué un rôle important dans la crise, en prolongeant l'effet de la variation initiale des taux de change et des problèmes de dette. Les banques d'Indonésie, de Corée et de Thaïlande ont clairement montré qu'elles se fiaient moins aux signaux du marché qu'au gouvernement ou à leurs relations pour prendre leurs décisions de prêts. Une réglementation gouvernementale laxiste a encouragé ce comportement irresponsable. A la suite de la dévaluation monétaire, bon nombre d'institutions financières se sont révélées avoir été exposées sans garantie aux devises étrangères dans des proportions dépassant leurs capacités de remboursement, ou être financièrement vulnérables face aux investisseurs de biens immobiliers ou à d'autres sociétés financièrement faibles, voire insolubles.

L'effondrement quasi total du système bancaire de plusieurs de ces pays a exigé une intervention active du gouvernement. Des organismes ont été créés pour prendre en charge la dette, et des fonds du secteur public ont été employés au renflouage des bilans du secteur bancaire. A long terme, l'effondrement du secteur financier se répercutera comme une contrainte sur les finances publiques, puisque les dettes du secteur privé font désormais partie des engagements publics¹⁸. L'apparition d'un endettement massif du secteur public renforce la nécessité d'améliorer la comptabilisation des engagements conditionnels du secteur public : les risques futurs doivent être correctement intégrés dans les balances budgétaires actuelles¹⁹.

En Indonésie, dès 1999 on estimait à 60 pour cent la part des prêts non productifs des plus grandes banques d'État. On estime que la valeur nette du système bancaire considéré dans son ensemble est négative et qu'elle équivaut à peu près à un tiers du PIB total²⁰. Les coûts de restructuration qui seront probablement assumés par le secteur public sont estimés à 58 pour cent du PIB.

En Corée, les prêts non productifs du système bancaire atteignaient presque 8 pour cent du PIB à la fin septembre 1997 et l'ensemble du système est devenu insoluble. Les coûts budgétaires de restructuration du système bancaire ont été estimés à environ 16 pour cent du PIB.

En Malaisie, les prêts non productifs, dont environ 60 pour cent sont des prêts pour acquisition de biens immobiliers ou d'actions, n'ont cessé de croître depuis 1996 : en 1997, ils représentaient 5.9 pour cent du total des prêts du secteur bancaire ; ce chiffre est passé à 14.3 pour cent en 1997 et à 16.8 pour cent en 1998²¹. Ce chiffre n'est pas négligeable, mais il est plus faible que celui de la plupart des autres pays de la région. Les coûts budgétaires de la restructuration bancaire sont aussi relativement peu élevés, puisqu'ils sont estimés à 10 pour cent du PIB.

Le secteur bancaire des Philippines a été relativement plus robuste que celui des autres pays. Il y a eu moins de prêts en devises étrangères non garantis, moins d'engagement avec le secteur immobilier et moins de financements avec effet de levier. Il est également probable qu'il y a eu moins de prêts gérés par les autorités publiques et davantage de confiance dans les lois du marché. Les institutions financières philippines ont partiellement dû leur robustesse relative aux difficultés des années 80, aux leçons qu'elles en ont tirées et aux problèmes qui en ont découlé entre le milieu des années 80 et le début des années 90. Les Philippines ont créé des institutions qui exerçaient une surveillance et un contrôle réglementaires plus stricts et qui étaient moins sujettes aux erreurs systémiques de jugement. De plus, l'essor qu'avaient connu les marchés immobiliers et boursiers de leurs voisins régionaux avait duré moins longtemps aux Philippines, et les institutions du pays n'étaient donc pas aussi vulnérables financièrement que les leurs. En conséquence, les Philippines ont été le seul pays touché par la crise dont le gouvernement central n'ait pas eu à supporter des coûts importants de restructuration du secteur bancaire ou financier.

En Thaïlande, d'où est partie la crise, le secteur financier a énormément souffert. Les prêts non productifs du système bancaire sont passés d'un peu moins de 20 pour cent fin 1997 à environ 45 pour cent en 1998 et 1999²². Le gouvernement a adopté une position très agressive pour réformer le secteur bancaire et supportera probablement une grande partie des coûts de restructuration estimés à 31.9 pour cent du PIB.

Mesures prises en réponse à la crise

Une première politique procyclique

La dégradation de l'équilibre budgétaire qui est née de la crise a d'abord été traitée par une politique budgétaire procyclique qui n'a fait qu'exacerber la récession naissante. Les dépenses ont été réduites et les taux d'intérêt augmentés pour rétablir la confiance dans le fait que les prêts en devises extérieures seraient remboursés. L'objectif initial des mesures prises pour maintenir la stabilité extérieure plutôt que le revenu global n'a fait qu'intensifier la détérioration déjà bien avancée des marchés macro-économiques et financiers. Une sous-estimation durable de l'envergure de la crise a contribué à créer un dilemme quant aux politiques à suivre.

Le programme du FMI pour l'Indonésie préconisait une restriction initiale des dépenses publiques. Un premier programme a visé à supprimer les subventions pour le carburant et l'électricité, augmenter les taxes sur les produits tabous (l'alcool, par

exemple) et la capacité d'imposition en général, notamment la TVA²³. Le programme de l'année 1998 appelait une politique budgétaire généralement restrictive dans laquelle la part des dépenses totales dans le PIB devait passer de 17.9 pour cent en 1997 (et 18-19 pour cent les deux années précédentes) à 14 pour cent. Conformément au conservatisme budgétaire de ces premières mesures, les efforts entrepris ont d'abord visé à abaisser le service de la dette prévu, mais les dépenses de développement (qui recouvrent diverses catégories d'investissements publics) devaient diminuer de 14.3 pour cent à partir du niveau de dépenses réel de l'année budgétaire précédente.

En Corée, à la suite de l'apparition d'un déficit budgétaire fin 1997, l'accent a été mis, pendant la première moitié de l'année 1998, sur une politique budgétaire et monétaire restrictive dans l'esprit des directives du FMI prônant la stabilisation du won et du secteur extérieur en général. Le premier budget 1998 préconisait un déficit global du gouvernement central de 1.7 pour cent du PIB, soit le même qu'en 1997²⁴.

Bien que la Malaisie ait adopté une position anticyclique plus rapidement que les autres pays, son objectif initial était aussi le conservatisme budgétaire. Une déclaration de presse de Michel Camdessus, alors directeur général du Fonds monétaire international (FMI), remarquait avec satisfaction que « le Vice-premier ministre Anwar avait également proposé avec justesse de rééquilibrer les politiques macro-économiques et que la politique budgétaire allait permettre de maintenir les bons résultats de la Malaisie en visant un excédent en 1998 en dépit du ralentissement économique »²⁵.

Pour les Philippines, le programme du FMI de mars 1998 préconisait à l'origine un léger resserrement de la politique budgétaire afin de renverser la tendance déficitaire prévue pour 1998 et induite par la récession : « [passer] d'un déficit de 0.9 en 1998 à un excédent de 0.9 en 2003 »²⁶. Alors que les difficultés à recouvrer des recettes fiscales ont empêché toute politique budgétaire restrictive en 1998, le programme préconisait à terme des efforts procycliques plus importants. Le basculement de la balance budgétaire devait être dû en majorité à une augmentation de la capacité d'imposition.

En réponse aux problèmes de recouvrement de l'impôt, le gouvernement a eu recours à des réductions de budget linéaires pouvant aller jusqu'à 15 pour cent et à l'amputation des dépenses appropriées par un « rationnement de trésorerie ». Ce processus s'est soldé par une accumulation d'arriérés dans les paiements au comptant²⁷. Une analyse de la réponse du gouvernement a fait mention de projets de réduction de 25 pour cent, en 1998, dans les fonds affectés aux dépenses hors personnel pour le gouvernement national et de 10 pour cent dans les transferts aux gouvernements locaux²⁸. Les arriérés de paiement accumulés dans les différents secteurs à la fin du premier semestre 1998 sont estimés à 108.5 milliards de pesos (2.7 milliards de dollars)²⁹.

La Thaïlande a aussi connu un changement de politique budgétaire, comme en témoignent les révisions successives du programme thaï du FMI depuis août 1997. Dans les déclarations d'intention (DI) du 14 août 1997 et du 25 novembre 1997, par exemple, l'objectif budgétaire était un léger excédent en 1998. Dans ces deux premières

DI d'après le début de crise, l'équilibre budgétaire global pour le gouvernement central et l'ensemble du secteur public était fixé à 1 pour cent d'excédent pour l'année 1998, à la suite du déficit de 1 pour cent attendu en 1997. Elles préconisaient à cet effet une augmentation des impôts et un accroissement notable des taux de TVA, de 7 à 10 pour cent.

Comme l'ont fait remarquer les responsables de la BAD, les programmes du FMI en Thaïlande ont régulièrement révisé à la baisse les taux de croissance ciblés avec l'arrivée de résultats décevants par rapport aux projections. Le programme du FMI d'août 1997 tablait sur une croissance du PIB de 3.5 pour cent pour 1998, mais douze mois plus tard, la cinquième révision du programme prévoyait un déficit important de 7 pour cent pour la même année³⁰.

Des politiques de plus en plus anticycliques

Malgré l'incapacité des programmes initiaux à rétablir la stabilité des taux de change, les mesures ont ensuite tenté d'enrayer la poursuite de la baisse de la demande et de la production globales. Les objectifs initiaux n'étaient pas atteints et les coûts engendrés par le refus de considérer l'impact réel de la crise et les coûts imposés au secteur financier par des taux d'intérêt élevés semblaient en hausse. La politique budgétaire et monétaire a donc pris un tour de plus en plus anticyclique. Les plans qui appelaient à un retour rapide aux excédents du secteur public se sont révélés irréalisables face à la nécessité croissante d'utiliser les fonds publics pour soutenir la restructuration du secteur financier.

En Indonésie, les dépenses publiques de l'année 1997 sont passées des 14 pour cent du PIB prévus au budget, à 18.3 pour cent et ce, en dépit de la dégradation constante du taux de change. Pour l'année 1998, le programme de dépenses a complètement changé. La lettre d'intention du 15 janvier 1998 parle de modifier les engagements pour 1998 en passant d'un excédent budgétaire de 1 pour cent à un budget équilibré. En avril 1998, le changement de politique était déjà fermement établi et un objectif de déficit de 3 pour cent était adopté³¹.

La politique budgétaire s'est également relâchée en Corée au second semestre 1998, malgré les signes d'une stabilisation du won. Le taux de change s'était redressé au début 1998 et stabilisé dès le deuxième trimestre. Cela a facilité l'adoption d'une politique budgétaire expansionniste et le déficit budgétaire de 1998 a été revu, passant d'un objectif initial de 1.7 pour cent à 5 pour cent du PIB, objectif qui fut maintenu pour le budget 1999³².

La Malaisie a adopté la réponse la moins conventionnelle, puisque le gouvernement s'est radicalement et rapidement écarté d'une première politique budgétaire et monétaire restrictive. En effet, dès mars 1998, la politique budgétaire s'efforçait de stimuler la demande globale plutôt que de réduire les besoins financiers, même si en avril 1998, le gouvernement projetait toujours un excédent budgétaire³³. Il est apparu clairement dès le mois de mai 1998 que le gouvernement avait déplacé ses priorités de manière à lutter avant tout contre la récession³⁴. Les dépenses courantes ont été réduites, les

dépenses de développement accrues et le budget annuel revu de manière à adopter un petit déficit (après de nombreuses années d'excédent). Le budget 1999 annoncé en octobre 1998 a été considéré comme le passage définitif à des politiques anticycliques et un projet de déficit budgétaire fédéral de 6 pour cent du PIB a été jugé acceptable³⁵.

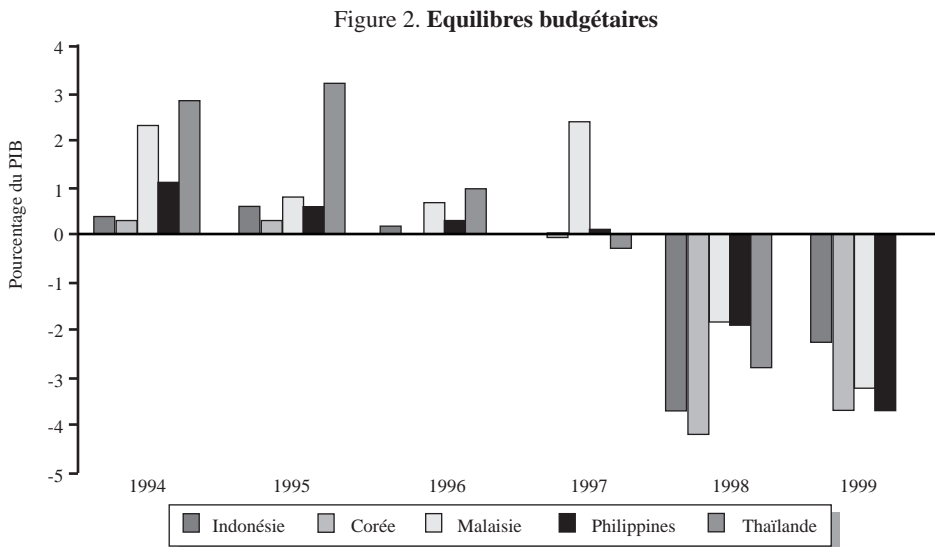
Aux Philippines, le programme de stabilisation macro-économique appuyé par le FMI a évolué au second semestre 1998 pour s'attaquer davantage au fléchissement de l'économie et un peu moins à la « vulnérabilité extérieure », bien que la situation extérieure ait semblé empirer à certains égards, et non des moindres. Si le gouvernement a parlé, dans son mémorandum des Philippines du 11 mars 1998, d'assouplir la politique budgétaire à court terme, son objectif pour le déficit budgétaire public global de 1998 était de 0.9 pour cent du PNB, ce qui ne représente pas de changement par rapport à l'objectif de 1997, qui a été atteint³⁶. On pensait que ce déficit serait transitoire et que l'équilibre budgétaire serait atteint en 1999. Au début de 1999, on a reconnu la nécessité de « passer à une politique budgétaire plus expansionniste afin de stimuler la demande intérieure ». Le nouvel objectif de déficit public global a été fixé à environ 3.3 pour cent du PNB³⁷.

En Thaïlande, les attentes et les sujets de préoccupation avaient évolué dès le début 1998, mais les changements ont été mis en œuvre selon un plan à horizon mobile qui impliquait, pour chaque nouvelle étape, une augmentation des dépenses publiques en proportion des recettes, c'est-à-dire un déficit plus important. La DI du 24 février 1998 prévoyait un déficit budgétaire du gouvernement central pour l'année 1998 de 1.6 pour cent, alors que l'objectif des deux lois précédentes était un excédent de 1 pour cent, comme nous l'avons indiqué³⁸. Ce chiffre a par la suite été relevé à 2.5 pour cent. Ces déficits ont été complétés par des déficits planifiés plus modestes, mais néanmoins importants pour les entreprises publiques. Des changements radicaux sont également intervenus dans les déficits prévus pour 1999 : celui du gouvernement national a été augmenté de 3 pour cent et 3 pour cent supplémentaires ont été prévus pour prendre en compte les entreprises publiques et les coûts anticipés de restructuration du secteur financier³⁹.

Dans la plupart des pays, l'instrument de base de la politique budgétaire expansionniste a été une augmentation des dépenses. Les recettes fiscales réduites n'entraient pas en considération, pour diverses raisons. D'abord, le recouvrement des impôts diminuait nécessairement avec la contraction de la base fiscale. Comme on comptait sur les impôts sur les exportations et sur les sociétés, seules des réductions d'impôts des particuliers pouvaient avoir un impact sur la demande globale et donc seule une petite fraction de la base d'imposition constituait une cible valable de réductions fiscales pour stimuler l'économie. De plus, les réductions d'impôt des particuliers n'auraient probablement eu que peu de répercussions sur les dépenses des ménages à cause de l'incertitude qui régnait sur l'emploi et les revenus : de telles réductions n'auraient pas été reçues comme touchant au revenu disponible à long terme. Enfin, les délais nécessaires à la diminution de ces taux d'imposition ne sont pas plus courts que ceux de l'augmentation des dépenses. Pour une modification donnée du déficit, les programmes de dépenses étaient donc considérés comme ayant davantage d'effet⁴⁰.

Dégradation de l'équilibre budgétaire

Les pressions initiales et l'adoption de politiques budgétaires anticycliques ont entraîné une dégradation rapide de l'équilibre budgétaire dans tous les pays. La figure 2 montre l'évolution globale vers des déficits importants dans une région jusque-là connue pour ses excédents budgétaires. Mais c'est le revirement de politique destiné à lutter contre une récession galopante et à prendre en charge la restructuration du secteur financier qui a eu le plus d'impact.



Note : Les données pour l'Indonésie sont des estimations de la BAD, les autres proviennent du site Internet de l'ARIC, mai 2000. Les données ne correspondent pas toujours à l'année calendaire.

C'est en Corée et en Indonésie que les premières répercussions ont été les plus fortes. En Indonésie, le budget du gouvernement national est passé d'un léger excédent avant la crise à un déficit de 3.8 pour cent du PIB pendant l'année 1999. De même, en Corée, l'équilibre budgétaire est passé à un déficit de près de 4 pour cent du PIB en 1998 et 1999.

Bien que touchée par la contagion financière, la Malaisie a eu moins de difficultés à gérer son budget. Pendant toute la décennie 90, le pays a pratiqué une gestion budgétaire prudente qui s'est soldée par des excédents. Ceux-ci ont servi à amortir les premiers impacts de la crise, qui a donc été moins grave que dans les autres pays : en 1998, le budget a enregistré un léger déficit maîtrisable de 1.8 pour cent du PNB, après un excédent plus important en 1997⁴¹. La plus grande liberté budgétaire de la Malaisie lui a également permis d'être plus souple dans ses politiques et lui a donné la latitude nécessaire pour pouvoir bifurquer rapidement vers des politiques budgétaires plus expansionnistes.

APD : le prix de l'aide

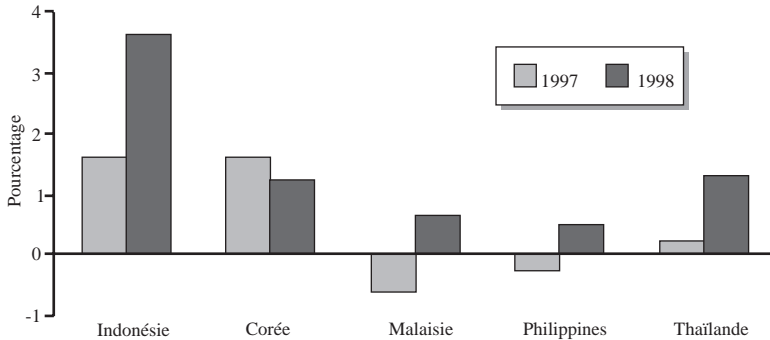
L'apparition inévitable de déficits budgétaires anormalement élevés a obligé quatre des cinq pays touchés par la crise à faire appel à une importante aide publique au développement (APD), tout d'abord auprès du FMI, de la BAD et de la Banque mondiale. Les prêts consistaient principalement en prêts d'ajustement structurel liés à des mesures destinées à soutenir certaines réformes comme l'amélioration des pratiques en matière de réglementation et de gestion des entreprises. Ces prêts n'ont pas toujours été disponibles rapidement ou totalement. Le versement des prêts qui accompagnait les programmes de réforme était conditionné par les procédures de documentation des prêts et de négociations entre les responsables du gouvernement et le personnel des organisations internationales sur la nature, le déroulement temporel et l'ampleur de chaque action.

A de nombreux égards, les organismes internationaux ne sont pas les mieux placés pour répondre à des besoins urgents de financement comme ceux qui sont nés en Asie de l'Est de l'adoption de politiques d'expansion anticyclique des dépenses budgétaires. Les procédures internes des organisations internationales exigent de plus en plus fréquemment des études d'antécédents (sur les répercussions environnementales ou sociales d'une activité quelconque, par exemple) qui ne peuvent être réalisées en quelques semaines. Elles exigent en outre plus d'engagement participatif de la société civile dans les projets, ce qui ne se fait pas non plus en quelques jours. Ces modifications des procédures, qui sont destinées à garantir davantage de sécurité des comptes, de transparence et de participation, peuvent rendre les choses plus difficiles quand une aide urgente est nécessaire et que le facteur temps joue un rôle crucial.

Mis à part peut-être pour l'Indonésie et pour la Corée, il est difficile d'affirmer que l'aide publique fournie a été quantitativement adaptée aux types de programmes de dépenses qui ont fini par émerger, comme en témoignent les chiffres des transferts aux gouvernements nationaux par rapport au PIB de la figure 3. A cet égard, la rapide pénurie de ressources financières a entravé la capacité des gouvernements à gérer la crise d'un point de vue anticyclique, limitant ainsi la portée de la politique budgétaire. Le fait qu'ils n'aient pu bénéficier de ressources externes adéquates et immédiatement disponibles a aggravé l'effet des politiques procycliques antérieures⁴².

En Indonésie, les engagements d'APD ont été rapidement mis à disposition et dans une proportion sans précédents. A la suite de la demande d'aide du gouvernement formulée en octobre 1997, la BAD s'est engagée pour 3.5 milliards de dollars, le FMI pour 10.1 milliards, la Banque mondiale pour 4.5 milliards, Singapour pour 10 milliards, etc., le tout atteignant un montant de 36.1 milliards de dollars⁴³. Le versement effectif de ces aides a néanmoins eu tendance à être en retard sur le besoin croissant de fonds. Les transferts publics nets sont passés d'un chiffre négatif de 0.8 milliard de dollars pendant l'année 1997 à un chiffre positif de 1.2 milliard de dollars en 1998, c'est-à-dire un écart d'environ 2 milliards de dollars (1 pour cent du PIB) ou moins de 5 pour cent du niveau des engagements publics⁴⁴. Par rapport aux dépenses budgétaires, on a estimé que le financement externe a représenté 27.4 pour cent du déficit du gouvernement central pour l'année 1997⁴⁵.

Figure 3. **Financement extérieur net
du budget public en proportion du PIB**



Source : Les données proviennent du FMI et pour la Malaisie du ministère des Finances.
Pour l'Indonésie et la Thaïlande, elles couvrent l'année fiscale.

Le volume de l'aide publique à la Corée a également connu un niveau sans précédent en Asie de l'Est. L'enveloppe multilatérale préparée par le FMI à la fin 1997 totalisait sur la base des engagements 58.35 milliards de dollars⁴⁶. Contrairement à ce qui s'est produit dans les autres pays, les fonds semblent avoir été disponibles assez rapidement. Dès la fin 1997, une enveloppe de 15.8 milliards de dollars en capital exigible était prête, dont plus des deux tiers en provenance du FMI. Les ressources externes ont couvert approximativement 93 pour cent du déficit budgétaire global du gouvernement central⁴⁷. En 1998, des enveloppes similaires, quoiqu'un peu plus modestes, ont été mises à disposition. La Corée a ainsi reçu ses aides financières relativement tôt.

Aux Philippines, le financement externe net en 1998 s'est élevé à 12.4 milliards de pesos. C'est un renversement considérable par rapport aux sorties de fonds de 6.4 milliards de pesos de 1996-97⁴⁸. Cette somme représentait 24.8 pour cent du besoin total de financement du gouvernement, c'est-à-dire un niveau comparable à celui de l'Indonésie. Mais en dollars, le transfert réel était bien inférieur à 0.5 milliard. La planification budgétaire avait exigé un recours considérable aux financements externes. Bien que certains des fonds nécessaires pour l'accroissement des dépenses du secteur public aient dû être levés sur les marchés financiers internationaux, la plus grosse part de ces fonds devait provenir de sources d'aide publique. Le nombre relativement faible des transferts nets effectivement réalisés a clairement entravé la politique budgétaire dans son effort de contrer rapidement la baisse de la production.

La Malaisie a en grande partie évité un financement externe important, puisqu'elle est parvenue à lever les fonds à l'intérieur du pays. En 1998, les emprunts extérieurs s'élevaient à seulement 16.2 pour cent des emprunts intérieurs employés au financement du déficit budgétaire national (et à une augmentation des réserves)⁴⁹.

La Thaïlande a également bénéficié d'énormes injections d'aide publique sur une base d'engagements. Comme en Indonésie et aux Philippines, environ 25 pour cent du déficit budgétaire du gouvernement central ont été financés par des sources extérieures en 1997⁵⁰.

Les répercussions sur la répartition des dépenses

L'abandon de la politique d'austérité budgétaire en 1998 n'a pas permis de fortes dépenses anticycliques immédiatement, sauf peut-être en Corée, mais il a facilité la poursuite des modèles de dépenses publiques de base en dépit d'une charge accrue du service de la dette. Les pressions budgétaires ont entraîné certains changements dans le dosage des dépenses et la politique budgétaire initiale stricte a eu un impact sur les opérations du gouvernement. Bien que les situations de chaque pays aient été totalement différentes, on peut repérer quelques tendances communes :

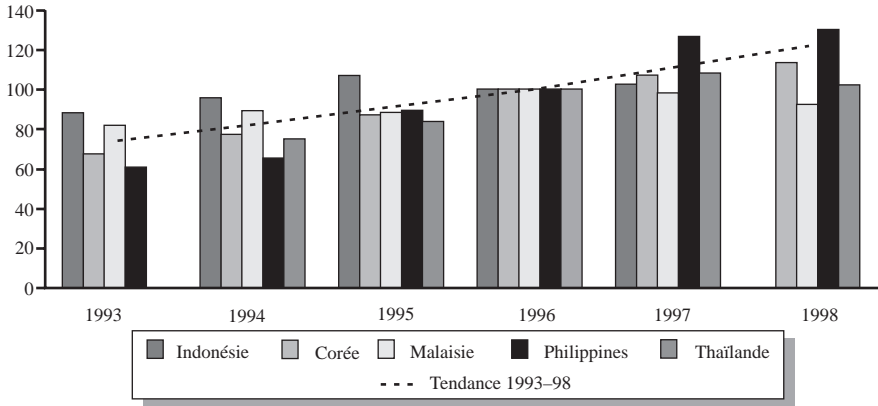
- des efforts ont été faits pour protéger les dépenses du secteur social ;
- des réductions ont été réalisées dans les domaines administrativement faciles, notamment dans les dépenses de projets d'infrastructures et d'entretien ;
- les dépenses de capitaux, d'abord réduites, ont été utilisées comme un moyen de soutenir l'économie par un budget expansionniste ;
- dans les cas de contraintes extrêmement fortes sur les ressources budgétaires, les gouvernements ont eu recours à des pratiques de saisie des fonds qui se sont soldées par une distorsion des dépenses. La masse salariale, par exemple, tend à être payée avant les fournisseurs ; et les besoins en dépenses de personnel sont satisfaits alors que les dépenses relatives à certains éléments cruciaux comme l'exploitation et l'entretien des infrastructures, ne le sont pas.

Dépenses du secteur social

Globalement, les dépenses publiques réelles du secteur social ont été maintenues ou augmentées pendant la crise. La figure 4 représente les dépenses nominales (généralement le total de l'éducation, de la santé, du logement et de la sécurité sociale) ajustées pour modifier les prix à l'aide de l'indice implicite des prix du PIB⁵¹. Tous les pays à l'exception de la Malaisie ont enregistré des augmentations importantes de leurs dépenses de 1996 à 1997. Le fait que les dépenses sociales aient été maintenues a témoigné de la grande priorité accordée à ces secteurs et de la difficulté à ajuster rapidement ces budgets. La figure montre une situation moins homogène, car dans certains cas les dépenses ont diminué en 1998. De plus, la droite d'ajustement de la tendance, qui extrapole les modèles de dépenses observés juste avant la crise, montre que la plupart des pays n'ont pas maintenu le modèle des fortes augmentations enregistrées au début des années 90⁵².

Enfin, l'augmentation des ressources réelles doit être considérée sous l'angle de la crise. Certains aspects des répercussions humaines de la crise ne peuvent être corrigés que par des dépenses sociales supplémentaires. L'augmentation de la pauvreté, même si elle a été moins marquée que l'on ne le craignait au départ, exige davantage de services de santé publique et d'aides financières pour que les enfants des familles pauvres continuent à avoir accès à l'instruction, mais aussi pour renforcer les filets de sécurité sociale. Les dépenses effectuées n'ont probablement pas été suffisantes pour satisfaire les besoins accrus.

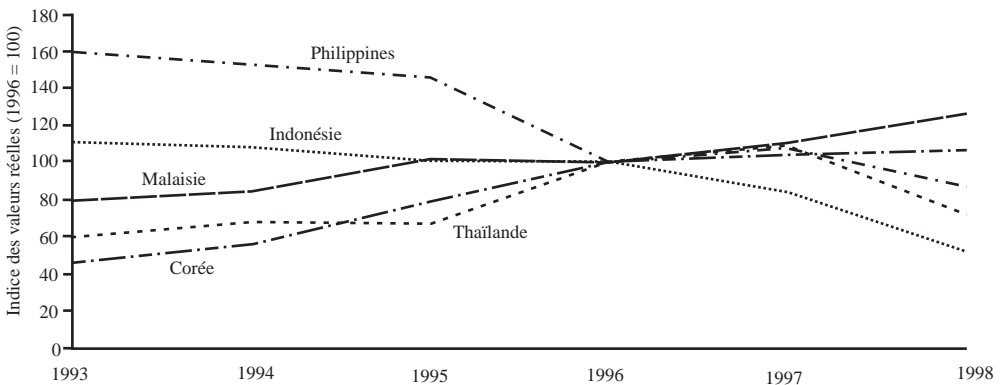
Figure 4. Dépenses sociales publiques réelles (1996=100)



Dépenses d'équipement

Comme le montre la figure 5, les dépenses d'équipement dans les pays les plus pauvres ont chuté avec la crise financière. L'Indonésie et la Thaïlande ont enregistré les chutes les plus importantes avec respectivement 33 pour cent et 38 pour cent de baisse. En Thaïlande, les difficultés rencontrées dans l'utilisation de la politique budgétaire pour contrer la diminution de la demande globale étaient évidentes. L'analyse de la BAD a conclu que le passage d'une politique budgétaire d'austérité à une politique expansionniste ne s'est effectué qu'au cours du dernier trimestre 1998, c'est-à-dire plus d'un an après que l'on eut pris conscience de la crise. L'un des problèmes rencontrés a été le temps nécessaire pour remettre sur pied des projets qui avaient été annulés⁵³.

Figure 5. Dépenses en capital



Source : Données issues du site Internet ARIC, 23 mai 2000.

Les Philippines ont enregistré une baisse moins importante de leurs dépenses de capital après 1997, bien que la situation ait peut-être été aggravée par le système de gestion de trésorerie (saisie des liquidités) utilisé pour contrer la baisse des recettes publiques (voir *infra*). La réduction des dépenses a suivi une période de baisse assez conséquente, avant la crise, des investissements publics d'infrastructures. Dans l'ensemble, bien que cette diminution soit en partie due à la décentralisation en cours et au transfert des dépenses des comptes du gouvernement central vers ceux des gouvernements locaux, la crise n'a fait qu'accentuer le problème existant de l'affectation des fonds pour les dépenses d'équipement.

Dans les deux autres pays, les signes d'augmentation des dépenses d'équipement étaient très nets. La Malaisie, qui a enregistré les tensions budgétaires les plus faibles et le passage le plus rapide à une politique anticyclique, a réussi à accroître ses dépenses d'infrastructures de près de 15 pour cent. En Corée, bien qu'elle ait été très inférieure à ce que la tendance d'avant la crise semblait annoncer, la hausse des dépenses d'équipement a été l'un des facteurs déterminants du programme expansionniste de dépenses.

Les mécanismes de résistance faussent les priorités nationales

La crise financière a provoqué une série de faux départs et de revirements de la politique budgétaire. Les gouvernements ont restreint leurs dépenses, puis assoupli les restrictions avant de finalement opter pour des dépenses budgétaires à grande échelle, le tout en moins d'un an et sur un seul et même budget. De tels revirements ne peuvent se faire par les canaux habituels de prise de décision, qui exigent de longs débats entre l'exécutif et le législatif.

Aux Philippines, les restrictions budgétaires se sont soldées par un « rationnement de trésorerie » opéré au moyen de restrictions sur les autorisations de paiement. Ce rationnement a d'abord été mené sans exception, les restrictions s'appliquant uniformément à l'ensemble des départements ; ensuite, les restrictions ont été appliquées de manière inégale, avec une priorité pour les grands organismes⁵⁴. Ce mécanisme de résistance est efficace pour satisfaire le budget dans l'immédiat, mais il se solde souvent par l'accumulation d'arriérés de paiement et d'obligations financières qu'il faudra honorer dans un futur proche. Il peut aussi être la porte ouverte à une intensification de la corruption, puisque les créiteurs sont en concurrence pour les paiements⁵⁵. Ce processus de contrôle budgétaire a été utilisé aux Philippines durant d'autres périodes de restrictions budgétaires, notamment au début des années 90. A cette époque, on avait également remarqué que les procédures de saisie des liquidités entravaient les investissements nécessaires d'infrastructures et détournaient les dépenses de domaines comme l'entretien de ces infrastructures.

En Indonésie, les ressources budgétaires déjà limitées ont été encore resserrées par les revirements politiques. Les réalisations internes ont été encouragées par les programmes de réforme liés aux aides publiques. Mais il était difficile de prendre des

mesures pour résoudre le problème de corruption largement répandu dans le contexte d'une politique budgétaire très expansionniste. Les fonctionnaires ont rechigné à continuer à travailler de peur que l'on ne les accuse plus tard de se livrer à la corruption. En conséquence, les dépenses sur les projets financés par des capitaux internationaux ont connu une mise en œuvre particulièrement lente.

Au-delà des comptes nationaux, les questions plus vastes de la gestion publique des budgets

Les répercussions budgétaires de la crise pourraient être bien plus importantes que ne le suggèrent les variations de flux globaux et d'affectations de dépenses des gouvernements nationaux. Les éléments hors budget sont chose courante et, dans la plupart des cas, importants dans les pays touchés par la crise. Comme les activités hors budget ne font pas l'objet d'une comptabilité centralisée ou qu'elles ne sont pas faciles à contrôler, les incertitudes concernant les flux budgétaires globaux et les affectations de dépenses sont considérables.

En Indonésie, par exemple, il existe des problèmes spécifiques liés aux subventions hors budget à grande échelle et aux activités de « quasi-budget ». Les subventions hors budget ont longtemps existé dans les domaines de l'alimentation, du pétrole et des engrais. On estime que ces subventions, généralement accordées sous la forme de versements aux entreprises d'État, se sont élevées à environ 58 milliards de roupies pour l'année 1998, ce qui équivaut à 5.8 pour cent du PIB ou 21.5 pour cent des dépenses totales prévues au budget. Or, ces postes sont de plus en plus souvent intégrés dans le budget : en 1999, le montant des subventions budgétaires, notamment pour la fixation des prix du segment des produits pétroliers, a atteint l'équivalent de 19.1 pour cent des dépenses courantes⁵⁶. En effet, la crise budgétaire oblige à une réévaluation de l'emploi des subventions : celles-ci ne constituent pas une façon rentable de créer des filets de sécurité sociale et doivent être remplacées par des institutions ayant un impact beaucoup plus grand sur les pauvres et plaçant moins de contraintes sur les ressources budgétaires. De plus, de nombreux droits collectés par les organismes ne sont jamais enregistrés. Ces revenus de « quasi-budget » sont employés au niveau local, entre autres pour l'éducation et le reboisement.

Le manque de transparence reflète certaines carences de base du mode de gestion des pays concernés et il semble que des doutes sur cette structure aient accru la perception par le public de leur fragilité budgétaire et financière. En Indonésie notamment, les efforts de réforme actuels visent directement à améliorer la transparence et l'intégration budgétaire des postes hors budget. Cette activité est cohérente en Indonésie, où l'on a davantage tendance à aller vers moins de laxisme face à la corruption et à la mauvaise gestion. La crise budgétaire a fait évoluer les choses dans le sens d'une plus grande transparence à au moins un égard : le budget 2000 a fait l'objet d'un débat public au sein de l'assemblée législative, ce qui n'était pas arrivé depuis les années 60⁵⁷. Avec le

temps, cela garantira une plus grande transparence dans la formulation et la présentation du budget et une obligation plus stricte de rendre des comptes pour les fonctionnaires chargés de la préparation et de la mise en œuvre du budget.

Conclusion : la crise de la gestion des dépenses publiques

Le choc externe de la crise financière asiatique, en frappant toute une région, a provoqué, sans prévenir ou presque, une réduction sévère des ressources budgétaires et exercé une pression écrasante sur les dépenses publiques. Des augmentations sans précédents d'aides publiques ont été nécessaires pour donner une nouvelle stabilité aux pays touchés. Bien que des signes très nets de reprise soient apparus dans presque tous ces pays, on a encore recours aux ressources budgétaires publiques pour la restructuration des marchés financiers et des entreprises. Les besoins de financement pour cette restructuration et pour le remboursement de la dette joueront un rôle crucial dans la politique d'élaboration des budgets de ces pays. Il conviendra de mettre au point de nouvelles dispositions budgétaires adaptées à ce nouvel environnement.

On a beaucoup débattu pour savoir si l'on avait adopté la bonne politique lors de cette crise, mais on s'est en revanche beaucoup trop peu interrogé sur le besoin éventuel de nouveaux instruments qui permettraient aux gouvernements de mettre en œuvre ces politiques rapidement. De nouvelles dispositions budgétaires sont notamment nécessaires pour atténuer l'impact et les coûts des crises futures. Ces dispositions doivent soutenir un assouplissement de la politique budgétaire en rendant possible un ajustement plus rapide des sommes et de la nature des dépenses pour répondre à des besoins en évolution permanente. De plus, la communauté internationale doit prévoir de nouvelles formes d'aides qui puissent répondre plus rapidement aux crises financières régionales.

Notes

1. Sur le thème de la convergence de politiques et de résultats dans l'Asie du Sud-Est, voir Green (1994).
2. Les comparaisons internationales sont parfois difficiles compte tenu des définitions variables de l'exercice budgétaire. En Indonésie, jusqu'à cette année, l'exercice budgétaire allait du 1^{er} avril au 31 mars ; d'après la désignation officielle, l'année budgétaire 1995 va donc d'avril 1994 à mars 1995. Aux Philippines et en Corée, l'année budgétaire correspond à l'année civile. En Thaïlande, l'année budgétaire s'achève le 30 septembre ; l'année budgétaire 1994 va donc d'octobre 1993 à septembre 1994. Dans ce document préliminaire, nous avons essayé de corriger ces différences dans certains de nos exemples ; dans les autres, les comparaisons entre pays exigent de la prudence.
3. Sinsiri (1998), tableau 4.
4. NDT : dans tout le texte, et sauf indication contraire, le mot « année » désigne l'« année budgétaire ».
5. BAD (1999a), p. 4, tableau 2.
6. Ministère des Finances de la Malaisie (1999), pp. 80-83.
7. *Ibid.*
8. BAD (2000c), p. 44, tableaux A.13 et A.1.
9. BAD (1998b), pp. 6-7.
10. BAD (1999b), annexe, tableau 10.
11. FMI (1999a), p. 27, tableau 24.
12. FMI (2000a), p. 15, tableau 12.
13. Banque Negara Malaysia (1998), p. 250, tableau A.23.
14. BAD (2000c), p. 7, tableau 6.
15. *Ibid.*, p. 44, tableau A.13.
16. BAD (1998b), p. 24, tableau A.1.
17. FMI (2000b), p. 29, tableau 26.

18. Dans toute cette partie, les données sur les coûts budgétaires de la restructuration bancaire sont celles de la BAD, pour octobre 1999 (2000a), p. 31.
19. Les revenus futurs de la reprivatisation ou de la vente de biens récemment acquis par le secteur public ne sont pas non plus portés dans les livres publics. A cet égard, le tableau de l'actif et du passif n'est peut-être pas aussi sombre que nous l'avons suggéré précédemment. Mais cela ne fait que confirmer la leçon à tirer de la crise : les futurs prélèvements sur les recettes publiques doivent apparaître plus clairement dans la comptabilité nationale.
20. BAD (1999b), pp. 21-22.
21. Banque Negara Malaysia (1998), p. 153, tableau 4.8.
22. BAD (2000a), p. 25.
23. Les données de cette partie sont tirées de Sinsiri (1998), p. 6.
24. BAD (1999a), p. 4.
25. FMI (1998b).
26. FMI (1998a).
27. Banque mondiale (1998), p. i.
28. Banque mondiale (1999), p. 7.
29. Banque mondiale (1998), p. 2, tableau 1.1.
30. BAD (1998b), p. 3.
31. FMI (1998d).
32. BAD (1999a), p. 4, tableau 2.
33. Pour les propositions de politiques expansionnistes, voir Banque Negara Malaysia (1998), p. 4. On trouve une description plus conservatrice dans FMI (1998c).
34. Banque Negara Malaysia (1998), p. 4.
35. Ministère des Finances de la Malaisie (1999), p. 79.
36. FMI (1998a).
37. FMI (1999c).
38. BAD (1998b), p. 18.
39. *Ibid.*
40. Les auteurs remercient Hafiz Ahmed Pasha d'avoir attiré leur attention sur l'asymétrie qui règne entre l'emploi des impôts et les dépenses.
41. Ministère des Finances de la Malaisie (1999), tableau 4.2.
42. Corsetti (1998), p. 52.
43. BAD (2000b), p. 17.
44. FMI (1999a), p. 44.

45. *Ibid.*, p. 24.
46. BAD (1999a), p. 15.
47. FMI (2000a), p. 15.
48. FMI (1999b), p. 15, tableau 11.
49. Ministère des Finances de la Malaisie (1999), tableau 4.2.
50. BAD (1998b), p. 7, tableau 5.
51. Voir le site du centre d'information de la reprise en Asie de la BAD : <http://www.aic.adb.org>, juin 2000. La droite d'ajustement de la tendance est une simple extrapolation de valeurs moyennes pour la période 1993-96.
52. Les répercussions de la crise budgétaire sur les dépenses du secteur social peuvent être plus graves que nous ne l'avons suggéré dans ce chapitre. Dans certains pays, notamment les Philippines, une grande part de la responsabilité des dépenses sociales a été déléguée aux gouvernements locaux, qui étaient eux aussi soumis à des contraintes budgétaires.
53. BAD (1998b), p. 18.
54. Reyes *et al.* (1999), pp. 20-21. Il y a aussi eu des réductions de transferts aux gouvernements locaux.
55. Banque mondiale (1998), pp. 5-6.
56. BAD (1999b), p. 5.
57. *Ibid.*, p. 6.

Bibliographie

- BANQUE ASIATIQUE DE DÉVELOPPEMENT (1998a), *Country Economic Report, Philippines*, Manille, novembre.
- BANQUE ASIATIQUE DE DÉVELOPPEMENT (1998b), *Country Economic Review, Kingdom of Thailand*, Manille, décembre.
- BANQUE ASIATIQUE DE DÉVELOPPEMENT (1999a), *Country Economic Report, Republic of Korea*, Manille, janvier.
- BANQUE ASIATIQUE DE DÉVELOPPEMENT (1999b), *Country Economic Review, Indonesia*, Manille, mars.
- BANQUE ASIATIQUE DE DÉVELOPPEMENT (2000a), *Asian Development Outlook 2000*, Oxford University Press, New York.
- BANQUE ASIATIQUE DE DÉVELOPPEMENT (2000b), *Country Assistance Plan: Indonesia (2000-2002)*, Manille, janvier.
- BANQUE ASIATIQUE DE DÉVELOPPEMENT (2000c), *Country Economic Report, Philippines*, Manille, janvier.
- BANQUE MONDIALE (1998), *Social Expenditure Priorities*, Washington, D.C., 13 novembre.
- BANQUE MONDIALE (1999), *Philippines, the Challenge of Economic Recovery*, Washington, D.C., 26 février.
- BANQUE NEGARA MALAYSIA (1998), *Annual Report 1998*, Kuala Lumpur.
- CORSETTI, G. (1998), “Interpreting the Asian Financial Crisis: Open Issues in Theory and Policy”, *Asian Development Review*, vol. 16, n° 2.
- FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL (1998a), “Memorandum of Economic and Financial Policies of the Government of the Philippines”, Washington, D.C., 11 mars.
- FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL (1998b), *News Brief* n° 98/9, Washington, D.C., 25 mars.
- FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL (1998c), *Press Information Notice*, “IMF Concludes Article IV Consultation with Malaysia”, Washington, D.C., 27 avril.
- FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL (1998d), “Supplementary Memorandum of Economic and Financial Policies”, gouvernement de l’Indonésie, Washington, D.C., 10 avril.

- FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL (1999a), *Indonesia: Statistical Appendix*, Staff Country Reports n° 99/39, Washington, D.C., mai.
- FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL (1999b), *Philippines: Statistical Appendix*, Staff Country Reports n° 99/93, Washington, D.C., août.
- FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL (1999c), “Supplementary Memorandum of Economic and Financial Policies”, gouvernement des Philippines, Washington, D.C., 20 janvier.
- FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL (2000a), *Republic of Korea: Statistical Appendix*, Staff Country Reports n° 00/10, Washington, D.C., février.
- FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL (2000b), *Thailand: Statistical Appendix*, Staff Country Reports n° 00/20, Washington, D.C., février.
- GREEN, D.J. (1994), “Convergence and Cohesion with the ASEAN-4”, *Journal of Asian Economics*, vol. 5, n° 1.
- MINISTÈRE DES FINANCES DE LA MALAISIE (1999), *Economic Report 1999/2000*, Kuala Lumpur.
- REYES, C., R.G. MANASAN, A.C., ORBETA ET G.G. DE GUZMAN (1999), “The Social Impact of the Financial Crisis in the Philippines (Working Paper n° 5)”, ronéotypé, Banque asiatique de développement, Manille, décembre.
- SINSIRI, N. (1998), “Financial Crisis and Adjustment of Government Budget in Indonesia”, ronéotypé, document de travail de la Banque asiatique de développement, Manille, 7 décembre.

Pourquoi l'Asie a besoin de l'épargne étrangère après la crise

Helmut Reisen et Marcelo Soto***

Introduction

Beaucoup de pays d'Asie se sont longtemps distingués par une épargne intérieure abondante. Avant la crise de 1997, l'Asie de l'Est épargnait un tiers de son PIB, soit plus qu'aucune autre région au monde. Elle finançait ainsi l'accumulation rapide du capital qui accompagnait sa spectaculaire croissance économique. Ce schéma soulève une question récurrente : pourquoi l'Asie devrait-elle prendre le risque d'accueillir des capitaux étrangers alors qu'elle peut financer son développement sur son épargne locale ? Après tout, même des économistes aussi éminents que Joe Stiglitz affirment qu'avec des taux d'épargne aussi enviables que ceux dont l'Asie est coutumière, l'investissement et la croissance peuvent se passer de fonds étrangers...

Bien sûr, l'épargne étrangère est composée d'entrées nettes de capitaux, qui constituent la contrepartie des déficits des paiements courants (à réserves constantes). La crise asiatique, en particulier, nous a rappelé les *risques* liés aux mouvements de capitaux, à savoir les effets perturbateurs de l'exubérance irrationnelle, de la panique des investisseurs et de la contagion financière. A mesure que le retrait (en majorité temporaire) de l'épargne étrangère entraînait, puis accompagnait la grande crise asiatique de 1997 et des mois suivants, des termes tels qu'aléa moral, asymétrie de l'information ou antisélection sont devenus familiers aux décideurs dans les débats sur les mouvements mondiaux de capitaux. Aujourd'hui, on ne compte plus les conférences et les documents traitant de la prévention et de la résolution des crises financières et de leur contagion par-delà les frontières. Les instances décisionnaires sont donc sensibilisées aux risques que comporte la volatilité des capitaux.

* Directeur de recherche, Centre de Développement de l'OCDE.

** Assistant de recherche, Centre de Développement de l'OCDE.

Cette contribution se propose de prendre du champ par rapport à ces risques, pour s'attacher aux bienfaits que procure l'épargne étrangère. Elle reprend les argumentaires analytiques et s'intéresse aux faits récents concernant l'impact des flux (en l'occurrence des entrées) de capitaux privés sur la croissance. Par ailleurs, on reproche (y compris l'OCDE ; voir Poret, 1998) à certains pays asiatiques d'avoir, par le passé, découragé les entrées à long terme de capital-actions et encouragé les entrées à court terme. Nous tentons donc en particulier de fournir des informations sur l'effet que chaque grande catégorie de flux est susceptible d'exercer en elle-même sur la croissance.

Nous procéderons en trois étapes avant d'en arriver aux conclusions. Nous commencerons par présenter les argumentaires économiques affirmant que les entrées de capitaux dans leur ensemble confèrent des bienfaits économiques même lorsque l'épargne intérieure est abondante. Nous compilerons ensuite les opinions favorables ou défavorables aux quatre grandes catégories d'entrées de capitaux : investissements directs étrangers (IDE), investissements de portefeuille en actions, investissements de portefeuille en obligations et prêts bancaires. Ces éléments débouchent sur des hypothèses quant à l'impact potentiel de ces quatre catégories de flux sur la croissance. Nous reprendrons ces informations dans une analyse économétrique de données de panel concernant les flux privés vers les marchés émergents sur la période récente. Nous passerons enfin aux conclusions : pourquoi est-il si important d'encourager l'épargne étrangère si l'on veut stimuler la croissance ? Et quels types de flux privés convient-il d'encourager pour tirer le meilleur parti de l'intégration financière ? Ces aperçus devraient apporter une aide précieuse à la recherche de la bonne approche macro-économique et institutionnelle des mouvements de capitaux. Nous mettons également en garde contre l'attitude consistant à financer le développement exclusivement sur l'épargne nationale.

Les bienfaits de l'épargne étrangère

Cette section examine les bienfaits que procure l'épargne étrangère selon différents courants de la littérature. Pour cette dernière, les mouvements de capitaux étrangers peuvent renforcer la croissance *via* une augmentation des investissements en capital physique et humain, une utilisation plus efficiente de ces facteurs de production et le lissage de la consommation qui résulte d'une mutualisation internationale du risque. Par le passé, la littérature des deux écarts (Chenery et Bruno, 1962), qui posait la fixité des prix et des taux de change, ainsi que l'absence de production de biens d'équipement dans les pays en développement, avait postulé que la croissance était limitée non seulement par la capacité d'un pays à épargner, mais aussi par la disponibilité d'épargne étrangère pour financer l'achat de biens d'équipement importés. Les hypothèses qui sous-tendent ces travaux ôtent à cette théorie une grande partie de sa pertinence pour l'Asie d'aujourd'hui. Nous délaisserons donc le courant structuraliste pour nous concentrer sur la pensée économique dominante. Cela nous amènera à présenter brièvement les modèles de croissance néoclassiques et endogènes, ainsi que l'approche intertemporelle privilégiée par les chercheurs actuels.

Considérations néoclassiques

Dans le cadre de l'équilibre général néoclassique, les bienfaits des entrées de capitaux dans les pays pauvres (en capital) proviennent essentiellement de différences dans la productivité marginale du capital. La main-d'œuvre des pays avancés disposant d'un capital plus important et de meilleure qualité que celle des pays en développement, l'épargne disponible se révèle plus productive si elle est exportée vers le Sud.

Le plus simple des modèles néoclassiques, le modèle à deux pays de Kemp-MacDougall (voir, par exemple, Lal, 1990), donne un aperçu des bienfaits des entrées de capitaux, ainsi que du volume optimal de celles-ci. Les taux d'épargne sont constants et représentent une proportion fixe du revenu par habitant dans les deux pays. En situation d'autarcie, le produit marginal du capital est plus élevé dans le pays pauvre que dans le riche, et diminue dans les deux pays à mesure que le coefficient d'intensité capitalistique augmente. En cas de mobilité parfaite du capital, le pays pauvre accueille des capitaux jusqu'à ce que le produit marginal du capital y soit égal à celui du pays riche. Ces deux produits marginaux, à leur tour, déterminent le taux d'intérêt mondial (et lui sont équivalents).

Le volume optimal des entrées nettes de capitaux augmente parallèlement à l'écart entre le produit marginal du capital en situation d'autarcie et le taux d'intérêt mondial, et diminue d'autant plus vite que la productivité marginale du capital recule sous l'effet d'une progression du ratio capital-travail. Le pays pauvre voit s'accroître son revenu par habitant selon la formule suivante : produit marginal du capital multiplié par le volume des entrées de capitaux, moins les intérêts acquittés sur le stock de capital investi dans ce pays. (Bien évidemment, le pays riche profite lui aussi de ses exportations de capitaux : le manque à produire dû à cette délocalisation de capitaux est largement compensé par les intérêts et les dividendes perçus.) A terme, un nouvel équilibre s'instaure, dans lequel la production croît au même rythme qu'en situation d'économie fermée.

Point crucial, la théorie de Kemp-MacDougall suppose que le capital entrant est investi, et non consommé, et que le coefficient d'intensité capitalistique s'accroît sous l'effet de ces entrées, jusqu'à atteindre un point d'équilibre. Si ces entrées ne sont pas consommées, c'est parce que le taux d'intérêt mondial dépasse le taux de préférence pour le présent dans le pays considéré. Voilà satisfaite une exigence majeure du cycle de la dette considéré dans son entier : les déficits des échanges et des comptes courants cèdent la place à un excédent des échanges, puis des paiements courants. Les inquiétudes quant à l'encours de la dette et à l'ampleur des transferts financiers et réels sont injustifiées, puisque ces indicateurs sont censés s'ajuster quasi automatiquement. Toujours dans ce schéma, on suppose que les investisseurs étrangers apportent des biens d'équipement et remportent une partie du surcroît de production, ce qui résout le problème des transferts. Le modèle néoclassique dans sa forme traditionnelle semble ainsi mieux à même de décrire les entrées d'IDE que tout autre mouvement de capitaux.

Cependant, l'accumulation de capital n'est pas une garantie suffisante qu'un pays retirera des bienfaits de ses entrées de capitaux. D'une part, en présence de politiques malencontreuses, ces entrées peuvent avoir un « effet paupérisant » et, d'autre part, une hausse conséquente de l'offre de capital signifie que le coût des entrées augmente à la marge. Même sans renier la vulgate néoclassique, les États peuvent donc avec raison vouloir freiner les entrées de capitaux.

Les modèles décrivant ces « entrées paupérisantes » avertissent que les capitaux attirés par une fiscalité favorable amplifient les pertes de bien-être. En effet, elles faussent les schémas de consommation et de production en stimulant l'accumulation de capital dans les secteurs protégés et en attirant les capitaux étrangers vers ces secteurs, dès lors que ces capitaux étrangers sont rémunérés à 100 pour cent de leur produit marginal, puisqu'ils échappent à l'impôt (Brecher et Diaz-Alejandro, 1977). Or, malgré les profondes réformes de structure entreprises par la majorité des pays importateurs de capitaux, il subsiste des distorsions susceptibles de favoriser, par exemple, une flambée des crédits au secteur privé. En outre, d'autres distorsions risquent d'être réintroduites en cas de brusque reflux des capitaux étrangers.

L'analyse comptable de la croissance corrobore l'idée que les entrées de capitaux ne jouent pas un rôle essentiel dans le cadre néoclassique standard. Si l'on ajoute l'accumulation du capital humain au modèle standard de la croissance selon Solow, la croissance de la production peut être décrite par la formule suivante :

$$\dot{y} = \chi \dot{K} + \varphi \dot{H} + (1 - \chi - \varphi) \dot{L} + \theta \quad (1)$$

où les points représentent le taux de croissance de la production y , du capital physique K , du capital humain H et de la main-d'œuvre L , tandis que χ et φ correspondent respectivement à la part du capital physique et humain dans le revenu national et θ au taux de croissance du résidu de Solow. Selon Mankiw, Romer et Weil (1992), les trois variables K , H et L de leur modèle de Solow augmenté expliquent près de 80 pour cent des variations internationales du revenu par habitant sur les 98 pays non-producteurs de pétrole envisagés dans les tableaux de Summers/Heston. Ces trois auteurs estiment la part du capital physique χ à 0.31 et celle du capital humain φ à 0.28. En posant un coefficient moyen de travail de 2.5 et un déficit moyen des paiements courants égal à 4 pour cent du PIB (description schématique de la plupart des grands pays importateurs de capitaux), le modèle de Solow prédit un gain de croissance du capital de 1.6 pour cent. Quant à la croissance de la production, elle ne progresserait à court terme que de 0.5 pour cent.

Implications de la littérature de la croissance endogène

A la différence des modèles néoclassiques, qui impliquent un rendement décroissant du capital, les modèles de croissance endogène se caractérisent par l'hypothèse de rendements non décroissants pour l'ensemble des facteurs de production reproductibles. L'équation (1) se change en modèle de croissance endogène si $\chi + \varphi = 1$, de sorte que :

$$y = \chi K + \phi H \quad (2)$$

Selon l'équation (2), la croissance à long terme peut s'expliquer entièrement par la croissance du capital, sans qu'il soit aucunement nécessaire d'en appeler au résidu de Solow. En outre, en l'absence d'arbitrage entre capital physique et humain, le ratio d'intensité capitalistique reste constant dans le temps. Toute augmentation du capital physique entraîne donc un accroissement du capital humain, ce qui suppose des externalités positives favorisant l'accumulation du capital : aux prix du marché, l'élasticité de la production par rapport au capital est très supérieure à la part de la production dans le PNB. L'existence de tels facteurs externes laisse à penser que les bienfaits des entrées de capitaux doivent être beaucoup plus importants que ne le veut l'approche néoclassique standard. Selon le modèle de croissance néoclassique, les pays bénéficiant d'entrées importantes pourraient enregistrer une progression rapide de leur accumulation de capital physique. Leur taux de croissance devrait atteindre son point haut au moment de l'entrée des capitaux, avant d'évoluer vers l'équilibre. Néanmoins, pour modifier durablement le taux de croissance du pays destinataire, les capitaux étrangers ne doivent pas seulement relever le niveau des équipements productifs (et du revenu), mais aussi modifier la fonction de production du pays considéré. Cependant, si la rentabilité des capitaux investis est constante, le taux de rentabilité du capital ne peut pas diminuer dans la formule du coefficient d'intensité capitalistique. Dans ce modèle de croissance endogène, il n'existe donc pas d'incitation à exporter du capital des pays riches vers les pauvres, puisqu'il n'est pas nécessaire d'accroître le rendement des capitaux investis (Lucas, 1990).

Néanmoins, si les mouvements de capitaux profitent à l'investissement intérieur (plutôt qu'à la consommation) et s'ils sont porteurs d'externalités positives, ils accéléreront la convergence des revenus de deux manières. Le délai de convergence (du revenu par habitant entre pays riches et pauvres) t , peut être exprimé au moyen du ratio de départ R entre le PNB du pays riche et celui du pays pauvre et du différentiel D de croissance entre ces deux pays :

$$t = - (\ln R)/D \quad (3)$$

Dans le modèle néoclassique, les mouvements de capitaux influencent seulement le niveau du PNB, et non le rythme de croissance de celui-ci. Si l'on fixe par hypothèse la part du revenu du capital χ à 0.31 (Mankiw *et al.*, 1992) et le coefficient de capital à 2.5, le produit marginal du capital ressort à 12.4 pour cent ($\chi/k/y$). Dans ce cas, une entrée représentant 4 pour cent du PNB, dont le seul effet est de relever le ratio de départ du PNB du pays pauvre par rapport au pays riche, fera passer R de 0.25 à 0.26, ce qui ne réduit pas vraiment le délai de convergence, quel que soit le différentiel de croissance entre les deux groupes de pays. Cette convergence ne s'accélérera que si les mouvements de capitaux accroissent l'efficacité du pays destinataire.

Étude intertemporelle du compte des opérations courantes

Dans les modèles envisagés jusqu'ici, les bienfaits des entrées de capitaux proviennent d'entrées nettes intégralement investies, avec un effet positif sur le niveau ou le rythme de croissance du PIB. Cependant, ces bienfaits ne tiennent qu'en partie à la rencontre de l'épargne mondiale et des opportunités d'investissement les plus productives : cette épargne permet aussi aux individus de lisser leur consommation sur différents états de la nature, en empruntant ou en diversifiant leur portefeuille à l'étranger. Les pays en développement ont ainsi des chances de tirer largement parti de la mutualisation internationale des risques nationaux, qui permet de lisser les niveaux de consommation sur la durée. En effet, les pays pauvres sont généralement plus prédisposés aux chocs que les riches. En outre, puisque leur revenu par habitant est faible, tout ajustement à la baisse y sera plus douloureux que dans les pays où la consommation est plus élevée. Le tableau 1 en fournit une illustration pour quatre pays asiatiques (pour lesquels des données étaient aisément disponibles).

Tableau 1. Avantages procurés par l'élimination des irrégularités de la consommation

Pays	Gain annuel de consommation (%) ^a	PIB réel par habitant, 1999 ^b (États-Unis = 100)	Écart type de la croissance du PIB ^c
Bangladesh	3.04	4	5.5
Inde	0.93	6	3.4
Malaisie	1.17	24	3.3
Thaïlande	1.07	20	3.0

Notes :

- Obstfeld (1993) : ces calculs posent que le logarithme de la consommation par habitant évolue de façon stochastique par rapport à la tendance sous-jacente, et que les individus présentent des fonctions d'utilité isoélastique généralisée assorties d'un facteur d'actualisation temporelle de 0.95 par an, d'un paramètre d'aversion relative pour le risque de 1 et d'une élasticité de substitution à long terme de 0.25.
- Banque mondiale, Rapport sur le développement dans le monde 1999-2000.
- Calculs des auteurs. La période d'observation pour le PIB réel va de 1970 à 1990.

En principe, l'approche intertemporelle du compte des opérations courantes peut aider à répondre à la question suivante : quel volume de capitaux étrangers accepter (compte tenu de la taille du déficit des opérations courantes) ? La mobilité des capitaux internationaux permet de mettre en balance les niveaux actuels et à venir de l'absorption. Si l'épargne est inférieure aux investissements souhaités, c'est l'étranger qui doit financer le déficit des paiements courants qui en résulte, ce qui accroît les engagements nets du pays concerné envers l'extérieur. L'approche intertemporelle considère la situation du compte des opérations courantes comme le résultat de décisions d'épargne et d'investissement dans un contexte dynamique (Obstfeld et Rogoff, 1994), avec pour moteur différents facteurs, en particulier la croissance de la productivité et les taux d'intérêt futurs. Le tableau 2 rassemble certaines des principales prédictions autorisées par l'approche intertemporelle quant aux effets sur le compte des opérations courantes (sur la première période) des deux déterminants les plus cités des récents mouvements de capitaux vers les marchés émergents.

Tableau 2. **Effets sur le compte des opérations courantes anticipés par l'approche par le lissage de la consommation**

Choc	Temporaire			Durable		
	Épargne	Investissement	Compte des opérations courantes	Épargne	Investissement	Compte des opérations courantes
Baisse des taux d'intérêt mondiaux sous la moyenne permanente				Non pertinent		
– Pays débiteurs nets	+	0	+			
– Pays créanciers nets	-	0	-			
Hausse de la productivité						
– nationale	+	0	+	-	+	-
– mondiale	+	0	+	+	+	0

Sources : Débats mentionnés dans Glick et Rogoff (1995) ; Obstfeld et Rogoff (1994) ; et Razin (1995).

Le tableau 2 est riche d'enseignements sur la manière dont le compte des opérations courantes du pays destinataire (en développement) devrait réagir à une baisse des taux d'intérêt mondiaux, ou bien à une hausse de la productivité consécutive à des réformes, pour demeurer à l'équilibre :

- Les pays importateurs de capitaux, qui sont des débiteurs internationaux nets, devraient relever leur taux d'épargne en réponse aux flux cycliques d'investissements de portefeuille, mus par les taux d'intérêt. Leur compte des opérations courantes devrait réduire leur déficit (voire devenir excédentaire) à mesure que la population lisse sa consommation en réaction à l'atonie temporaire des taux d'intérêt. Pour les pays créanciers nets, la faiblesse de ces taux aurait l'effet inverse sur le compte des opérations courantes. Si, en revanche, un pays débiteur net creuse le déficit de ses paiements courants en réponse à une réduction temporaire des taux d'intérêt, il risque fort de déstabiliser le profil d'évolution intertemporel de la consommation, au lieu de le lisser.
- De même, l'approche intertemporelle ne prédit pas nécessairement une aggravation du déficit des paiements courants lorsque des capitaux sont attirés par un bond de la productivité dans un pays donné. La réponse « d'équilibre » du compte des opérations courantes dépend avant tout des anticipations : ce bond est-il temporaire ou durable ? Dans un cas comme dans l'autre, il accroîtra la production dans l'immédiat, mais seule une progression durable de la productivité débouchera sur un accroissement du revenu permanent. Pourquoi ? Parce qu'elle seule est porteuse d'investissements et d'un gonflement du stock de capital. L'accroissement du revenu permanent amènera aussi la consommation à augmenter plus vite que la production, avec à la clé un fort déficit des opérations courantes, dû à une baisse de l'épargne et à une hausse des investissements. *A contrario*, une augmentation temporaire de la productivité devrait avoir l'effet inverse sur le compte des opérations courantes (une réduction du déficit), car, dans un tel cas,

il n'y a pas d'incidence sur l'investissement et les agents économiques mettent de côté une partie de toute augmentation temporaire de leur revenu (selon le modèle de consommation à revenu permanent).

- Les hausses de la productivité ne doivent pas forcément être considérées comme des phénomènes purement nationaux : elles peuvent procéder d'un choc d'ampleur mondiale. Un choc durable, frappant tous les pays et bénéficiant à la productivité, entraînera une hausse du taux d'intérêt mondial. Dans les pays débiteurs nets, cela devrait tempérer la consommation suffisamment pour contrebalancer les effets sur la consommation d'une hausse des revenus due à l'augmentation des investissements. Puisque tous les pays ne peuvent pas simultanément améliorer leur compte des opérations courantes, les taux d'intérêt mondiaux augmenteront alors jusqu'à ce que l'épargne et l'investissement s'équilibrent à l'échelle planétaire. Un choc mondial temporaire favorisant la productivité induira un excédent d'épargne mondial, et exercera ainsi une pression à la baisse sur les taux d'intérêt. Et cela devrait déboucher sur un resserrement du déficit des opérations courantes pour les pays débiteurs nets, comme le montre notre analyse.

Il faut noter que, parmi les déterminants des flux de capitaux envisagés ici, l'approche intertemporelle ne prédit de creusement du déficit des paiements courants (pour les pays débiteurs nets) qu'en cas d'essor durable de la productivité lié à des facteurs nationaux. Cependant, le pouvoir prédictif de cette approche quant au comportement du compte des opérations courantes risque de demeurer très limité pour les pays en développement, malgré la grande ouverture de ces derniers aux flux de capitaux étrangers (Reisen, 1998).

Risques et avantages respectifs des grandes catégories de mouvements de capitaux

Il est devenu banal de dire que les mouvements de capitaux comportent à la fois des avantages et des risques. Peut-on néanmoins établir une sorte de hiérarchie des principales catégories de flux en fonction des avantages et des risques qui leur sont *inhérents* pour les pays destinataires ? Cela suppose d'examiner les mécanismes opératoires de ces avantages et risques. La section précédente nous a rappelé en quoi l'épargne étrangère peut être bénéfique selon la théorie. Pour stimuler l'accumulation du capital, cette épargne doit venir s'ajouter à l'épargne intérieure, et non l'évincer. Il importe en outre qu'elle accroisse l'efficacité économique du pays destinataire (par exemple, en améliorant la répartition des ressources, en stimulant la concurrence, en facilitant l'interaction avec le capital humain, en donnant davantage de profondeur aux marchés nationaux des capitaux ou en réduisant les coûts de financement des entrepreneurs locaux). Enfin, il lui faut réduire les risques liés à la consommation entre différents états de la nature en amplifiant les possibilités de diversification des portefeuilles, mais aussi en permettant un partage approprié des risques entre exportateurs et importateurs de capitaux.

Les risques inhérents aux différentes formes de mouvements de capitaux obéissent à deux principaux mécanismes : amplification des pertes de bien-être *via* une distorsion des schémas de consommation et de production ; et faillites et reculs de la production sous l'effet d'une brusque inversion des flux. Les modèles d'entrées « paupérisantes » (voir, par exemple, Brecher et Diaz-Alejandro, 1977) montrent que la situation des pays considérés ira en empirant si l'épargne étrangère est attirée vers les secteurs protégés, dès lors que les capitaux étrangers sont rémunérés à hauteur de leur produit marginal (c'est-à-dire non imposés). La libéralisation des échanges et les réformes structurelles opérées dans la plupart des pays importateurs de capitaux ont certes fait perdre de son acuité à la théorie des « flux paupérisants » dans sa forme initiale, mais les insuffisances dans la réglementation du secteur financier ou l'existence de garanties implicites du crédit suscitent souvent des distorsions favorisant les flambées du crédit, que les flux étrangers viennent ensuite amplifier (McKinnon et Pill, 1997).

Le recours à l'épargne étrangère peut également se révéler désastreux lorsque celle-ci retourne brusquement là d'où elle était venue. Parce que ce retrait déclenche une crise, il amène également une réduction de l'épargne nationale. On a en effet pu démontrer que la croissance était à la fois une condition et une source d'épargne (Carroll et Weil, 1993).

Tableau 3. Taux d'épargne avant et après la crise dans quelques pays asiatiques
en % du PNB

	Avant la crise 1990-96		Après la crise 1998	
	Épargne intérieure	Épargne étrangère	Épargne intérieure	Épargne étrangère
Indonésie	29.3	2.6	15.5	-4.9
Corée	35.5	1.8	32.8	-12.8
Malaisie	34.2	6.0	41.8	-13.7
Philippines	19.3	3.9	16.3	-1.9
Thaïlande	34.8	7.1	32.2	-13.2

Source : Banque mondiale ; FMI ; *Bank of Thailand* ; *Bank Negara Malaysia*.

Les chiffres des tableaux 3 et 4 contribuent à expliquer l'inconstance de l'épargne étrangère et l'impact douloureux de son retrait. A l'exception des Philippines, les pays asiatiques les plus touchés par la crise avaient épargné au moins 30 pour cent de leur revenu national entre 1990 et 1996. En Malaisie et en Thaïlande, sur la même période, l'épargne étrangère y avait ajouté de 6 à 7 pour cent, ce qui situait l'accumulation du capital à près de 40 pour cent du PNB. Après l'entrée en crise, l'épargne étrangère a fui à bride abattue, tandis que l'épargne intérieure piquait elle aussi du nez. Les fonds disponibles pour l'investissement sont alors retombés à seulement 20 pour cent du PNB, et même à guère plus de 10 pour cent en Indonésie. C'est donc précisément lorsque l'épargne étrangère était le plus nécessaire qu'elle s'est mise à snober les pays concernés. Il faut néanmoins noter que la baisse du revenu disponible et de l'épargne publique — conséquence des efforts pour renflouer les banques locales — a elle aussi fortement comprimé l'épargne nationale.

Tableau 4. **Croissance, consommation et dette à court terme dans certains pays asiatiques**

	Avant la crise 1990-96		1997	Après la crise 1998	
	Croissance du PNB par habitant	Part de la consommation dans la demande globale	Ratio dette à court terme/réserves	Croissance du PNB par habitant	Part de la consommation dans la demande globale
	% annuel	%		% annuel	%
Indonésie	6.4	69.4	1.7	-18.0	84.5
Corée	6.5	63.4	2.8	-7.4	76.0
Malaisie	6.0	62.0	0.7	-9.6	65.0
Philippines	1.2	78.7	1.3	-2.1	81.3
Thaïlande	6.9	61.1	1.0	-8.5	71.1

Source : Banque mondiale ; FMI ; *Bank Negara Malaysia* ; Rodrik et Velasco, 1999.

Les banquiers ont l'habitude de dire que ce n'est pas la rapidité des flux, mais leur arrêt brutal qui fait des dégâts. Cet adage a été largement confirmé en Asie. Le rythme élevé de la croissance par habitant avant la crise a laissé place à une profonde récession dès 1998. Dans son analyse des coups d'arrêt portés brusquement aux mouvements internationaux, Guillermo Calvo (1998) souligne que le retrait de l'épargne étrangère peut se traduire par des vagues de faillites, anéantir les mécanismes locaux de crédit et condamner le capital humain à l'obsolescence (en tant qu'intrant complémentaire d'un capital physique en phase de contraction). Selon le principe que la consommation fait davantage appel que l'investissement aux biens non importés, cet auteur affirme que les effets néfastes d'une baisse des entrées de capitaux ont toutes les chances de s'accroître en proportion de la consommation dans la demande globale. Si l'on suppose que les diminutions de l'absorption domestique se concentrent sur les biens échangeables, il devient moins essentiel de faire baisser le taux de change réel pour ramener la balance des paiements à l'équilibre. Or, plus la dévaluation est importante en termes réels, plus la tourmente financière qui en résultera sera forte. Pour la même raison, Rodrik et Velasco (1999) maintiennent que plus la dette à court terme est élevée, plus la crise sera grave en cas de reflux des capitaux étrangers.

Quelle est, alors, la relation entre les mécanismes opératoires des avantages et des risques et les différentes catégories de mouvements de capitaux ? On affirme souvent que distinguer entre ces catégories n'apporte pas grand chose aux décideurs, pour deux raisons principales. Tout d'abord, les mouvements de capitaux sont réputés fongibles. Mais cela signifierait, par exemple, qu'il est impossible d'établir une distinction entre l'impact des investissements directs étrangers et celui de l'endettement à court terme sur la consommation du secteur privé ou de l'État. Ensuite, on a assuré que ces catégories ont perdu — en tant que telles — toute signification en présence de produits dérivés ou d'efforts pour déjouer les contrôles sur les mouvements de capitaux. C'est néanmoins fermer les yeux sur un vaste corpus empirique, et même analytique.

Tout d'abord, on a certes pu constater à maintes reprises (Edwards, 1995 ; Ffrench-Davis et Reisen, 1998 ; Masson *et al.*, 1995 ;) que le coefficient de compensation entre épargne étrangère et épargne intérieure est généralement de l'ordre d'un demi, mais ce coefficient masque des réponses très différentes de la consommation aux flux d'IDE et aux flux générateurs d'endettement. Cohen (1993) s'est ainsi penché sur un

échantillon de 34 pays en développement débiteurs ayant bénéficié d'un accès accru aux crédits des banques commerciales dans les années 70. Dans ce groupe, l'accumulation du capital était inférieure à celle constatée dans les autres pays en développement. Or, cette observation ne s'expliquait nullement par des facteurs endogènes (production initiale par habitant et stock de capital initial). Une bonne partie des flux générateurs d'endettement avaient au contraire profité à la consommation. On constate en outre que les flux d'aide peuvent eux aussi stimuler la consommation, en l'occurrence celle de l'État (Boone, 1996). Quant aux IDE, à la différence des flux générateurs d'endettement, on a pu déterminer qu'ils favorisaient l'investissement intérieur, au lieu de l'évincer sur les marchés nationaux des produits ou des instruments financiers. Cette complémentarité entre IDE et investissement intérieur s'explique par l'existence de synergies dans la production et de retombées technologiques.

La seconde affirmation, à savoir que la distinction stricte entre les postes du compte de capital ne fournit pas d'informations utiles aux décideurs, se fonde sur une étude influente, signée Claessens, Dooley et Warner (1995). Ces auteurs ont travaillé sur des statistiques trimestrielles des variations de la situation *nette* des IDE, des investissements de portefeuille en actions et de l'endettement « à court terme » et « à long terme » figurant dans la balance des paiements. Leur conclusion est que ces appellations ne sont porteuses d'aucune information quant à la volatilité des flux. Cependant, ce travail n'aborde pas la question des retraits de grande ampleur de l'épargne étrangère. En outre, leur caractère éminemment durable rend difficile tout rapatriement des IDE, mais les séries temporelles exprimant les flux d'IDE donnent l'apparence d'un phénomène temporaire, dans la mesure où ceux-ci mobilisent d'importants montants unitaires et résultent souvent d'actions purement discrétionnaires. La confusion découlant de cette étude a été entièrement dissipée par Sarno et Taylor (1999). Ceux-ci mesurent la taille relative et la signification statistique des composantes permanente et temporaire de différentes catégories de flux en direction d'un groupe important de pays latino-américains et asiatiques entre 1988 et 1997. Ils concluent à l'existence d'une composante permanente assez minime pour les investissements de portefeuille en obligations, les investissements de portefeuille en actions et les financements publics. En revanche, cette composante est beaucoup plus importante pour les crédits accordés par les banques commerciales, et elle recouvre la quasi-totalité des flux d'IDE. Si la variation des séries temporelles s'explique en grande partie par des fluctuations de la composante temporaire, cela signifie que les flux considérés seront plus enclins, le cas échéant, à se replier vers leur pays d'origine.

Le rapport entre dette étrangère à court terme (engagements envers les banques non résidentes, titres de créance, crédits-fournisseur, dette intérieure détenue par des non-résidents, dépôts de non-résidents dans des établissements nationaux) et les réserves publiques en devises a été identifié comme le principal événement annonciateur de crises financières déclenchées par un reflux des capitaux. Puisque le niveau des échanges internationaux n'entretient apparemment aucune relation avec celui de la dette à court terme, les crédits commerciaux à court terme semblent jouer un rôle significatif dans les flux à court terme (Rodrik et Velasco, 1999).

Conclusion commune à ces études, les IDE, les prêts bancaires à long terme (souvent accordés par des syndicats bancaires pour financer des projets de longue haleine) et les crédits commerciaux à court terme sont moins aisément réversibles que les flux de portefeuille et les crédits bancaires à court terme. En outre, les flux stables vont en majorité à des investissements et des utilisateurs bien précis, et servent à financer des actifs réels. *A contrario*, les prêts bancaires à court terme et les apports en portefeuille ne constituent qu'un lien indirect entre l'épargne étrangère et l'investissement intérieur (Turner, 1996).

Une analyse des coûts et avantages des différentes catégories de mouvements de capitaux menée du point de vue du pays en développement destinataire devrait alors envisager les éléments suivants :

- On constate que les *investissements directs étrangers* stimulent l'investissement, accroissent l'efficacité économique du pays destinataire (dans certaines conditions) et contribuent à atténuer les crises financières. Ils aident donc à lisser les niveaux de consommation. Dans leur étude sur les effets des IDE en termes de croissance, Borensztein, De Gregorio et Lee (1998) expliquent la complémentarité entre IDE et investissement intérieur par l'existence de synergies dans la production et de retombées technologiques. Cependant, ces retombées supposent que le pays d'accueil dispose d'un stock suffisant de capital humain. Que les IDE ne sont guère réversibles et constituent même la principale forme d'épargne étrangère dans les pays en développement en mal de liquidité pendant les crises financières s'explique par leur nature même (Sarno et Taylor, 1999) et par l'absence d'asymétries de l'information entre emprunteurs et créanciers. Ces asymétries sont un véritable fléau pour les autres formes de mouvements de capitaux et sont source d'effets grégaires (Razin, Sadka et Yuen, 1999). Des recherches supplémentaires sont sans aucun doute nécessaires. Il s'agit notamment de décomposer les IDE en postes plus précis : fusions et acquisitions et part des matières premières et des autres secteurs d'activité. Dans la détermination des effets des IDE sur la croissance, il importe également de se pencher sur l'influence des distorsions telles que les restrictions aux échanges (Nunnenkamp, 2000).
- Les *investissements de portefeuille en actions* jouent un rôle important dans le financement des pays en développement par des entreprises étrangères. Les bienfaits statiques de ces entrées de capitaux ont fait l'objet de maintes études. Selon Claessens (1995), par exemple, les augmentations de ces investissements s'accompagnent d'une baisse significative du coût du capital et d'une faible accélération de la croissance économique par habitant. Au vu de l'expérience américaine et européenne récente, on affirme avec une assurance croissante que la profondeur des marchés d'actions (qui augmente avec la liberté d'échange des actions) facilite, d'une part, la redistribution du capital entre activités à faible et à haut rendement et, d'autre part, la création et le développement d'entreprises nouvelles. Dans quelle mesure l'augmentation des investissements de portefeuille en actions est-elle associée à un gonflement du prix des actifs ? Cette question

doit être examinée plus en détail. D'un côté, le déséquilibre entre la faiblesse de l'offre nationale d'actifs et l'ampleur de la demande potentielle mondiale de ces mêmes actifs peut corroborer cette hypothèse. De l'autre, la liquidité accrue et une forte intégration internationale des marchés d'actions devraient atténuer la volatilité du prix des actifs. La conjonction d'une liquidité importante et de faibles coûts de transaction — conséquences d'une intégration plus poussée des marchés d'actions — suggère en tout état de cause une forte capacité de reflux des investissements de portefeuille en actions.

- *Flux d'endettement* : très rares sont les auteurs qui soulignent les bienfaits des flux créateurs d'endettement (c'est-à-dire essentiellement des investissements de portefeuille en obligations et des crédits bancaires à court et long terme). La théorie des prêts souverains (Eaton et Gersovitz, 1981 ; Cline, 1995) se concentre sur les avantages en termes de lissage de la consommation pour les pays alternant années fastes et néfastes. Cela peut sembler surprenant si l'on considère que les transferts sous forme de dette — à la différence de ceux en actions — sont normalement rémunérés indépendamment de la bonne fortune de l'emprunteur. En effet, le service de la dette est indépendant des performances de ce dernier, alors que les investissements de portefeuille en actions donnent directement droit à une part de ses résultats. On peut donc affirmer que les financements par prise de participation procurent l'avantage d'une moindre fluctuation de la consommation de l'emprunteur, mais que ce dernier est davantage incité à investir (plutôt qu'à consommer) lorsqu'il se finance par l'endettement plutôt qu'en ouvrant son capital (Corsepius, Nunnenkamp et Schweickert, 1989). Cependant, le lissage de la consommation peut être un motif particulièrement fort d'endettement à court terme — compte non tenu des crédits commerciaux — ce qui affaiblit d'autant l'argument selon lequel l'endettement incite davantage à l'investissement. Par ailleurs, dans la mesure où le financement par l'endettement est assorti de garanties publiques plus importantes que les investissements de portefeuille en actions, les sommes en question risquent davantage d'aller à des secteurs où la concurrence est faussée, et les retombées sociales minimales. On sait enfin que les crédits bancaires à court terme et les investissements de portefeuille en obligations sont spécialement sensibles aux accès de panique des créanciers, ce qui les rend très prompts au reflux (voir, par exemple, Rodrik et Velasco, 1999).

Le tableau 5 synthétise l'exposé que nous venons de faire sur les avantages et risques potentiels des différents mouvements de capitaux. Il anticipe ainsi sur l'analyse empirique présentée à la prochaine section.

Tableau 5. **Avantages et risques potentiels de catégories spécifiques d'entrées de capitaux**

	Avantages			Risques	
	Ajoute à l'investissement intérieur	Stimule l'efficacité	Lisse la consommation	Amplifie les distorsions	Degré élevé de réversibilité
Investissements directs étrangers	X	X	X	(X)	
Investissements de portefeuille en actions	(X)	X		(X)	X
Investissements de portefeuille en obligations		X	X	(X)	X
Prêts bancaires à long terme	X	(X)		X	
Prêts bancaires à court terme		(X)	(X)	X	X

Note : X indique une forte présomption que le cas considéré se vérifie, (X) signifiant l'inverse. Voir la section ci-dessus pour plus de détails.

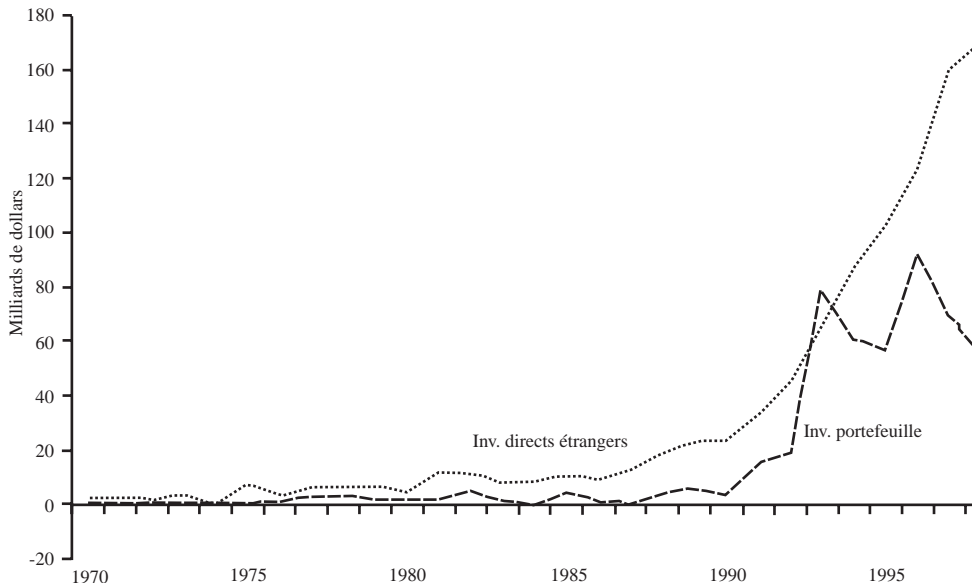
Éléments nouveaux concernant les avantages de certaines catégories d'entrées de capitaux

Dans le sillage de la crise asiatique, les partisans de l'ouverture des marchés des capitaux sont accusés d'avoir plutôt fait de la réclame que donné des preuves tangibles des avantages de cette libéralisation pour les pays en développement (Bhagwati, 1998). De fait, contrairement aux bienfaits du libre-échange des biens et des services, les éléments empiriques que les économistes peuvent avancer sur les coûts et avantages de l'épargne étrangère sont très sommaires, et même contradictoires. Ces lacunes s'expliquent facilement : pour tenter de quantifier avec rigueur les avantages que la mobilité des capitaux internationaux confère aux pays, il faudrait un modèle parfaitement structuré, dans lequel la situation contraire aux faits — l'absence de mouvements de capitaux — pourrait être simulée. De surcroît, les séries chronologiques relatives aux flux de capitaux privés en direction des pays en développement — exception faite des investissements directs étrangers (IDE) — ne sont pas suffisamment longues pour tirer des conclusions solides. En effet, elles ne commencent sérieusement qu'à la fin des années 80. Enfin, les études axées sur les contrôles des mouvements de capitaux (ou sur leur absence) ne tiennent pas compte du degré variable des restrictions pesant sur le compte de capital.

A ce jour, l'impact de catégories spécifiques de mouvements de capitaux privés sur la croissance n'est connu que pour les investissements directs étrangers. Ainsi, Balasubramanyam, Salisu et Sapsford (1996) montrent que les IDE stimulent plus efficacement la croissance dans les pays en développement à vocation exportatrice que dans ceux qui cherchent à remplacer leurs importations par les productions nationales. De leur côté, Borensztein, De Gregorio et Lee (1998) observent que les IDE n'ont un effet positif sur la croissance que dans les pays pauvres qui ont franchi

un certain seuil d'accumulation de capital humain. Pour sa part, De Mello (1999) conclut à une incidence favorable des IDE sur la croissance de la production. Dans la zone OCDE, cet impact positif est dû, dans une large mesure, à une efficacité accrue (productivité totale des facteurs), alors qu'ailleurs, c'est l'effet sur l'accumulation de capital qui prédomine. Reposant toutes sur l'ensemble de données fourni par Summers-Heston, ces analyses se cantonnent à des observations datant de 1990. Or, aujourd'hui, les marchés émergents opèrent dans des conditions financières totalement différentes de celles qui existaient avant la fin des années 80. Ils ne se sont que récemment intégrés véritablement aux marchés financiers (privés) mondiaux. La figure 1 montre que les IDE et les investissements de portefeuille, auparavant insignifiants, ont fortement augmenté en direction de ces pays à compter de la fin des années 80. Cette période coïncide avec le règlement de la crise de la dette latino-américaine *via* les obligations « Brady » (la dette impayée est transformée en obligations garanties à long terme par le Trésor américain) et avec l'ouverture effective des marchés financiers de l'Asie et de l'Amérique latine. Les données recueillies antérieurement appartiennent à l'Histoire, et ne sont donc guère utiles pour tirer des conclusions pratiques sur les politiques.

Figure 1. Investissements directs étrangers et investissements de portefeuille vers les pays en développement, en milliards de dollars



Source : World Bank, *Global Development Finance*, 1999.

L'ampleur et la réversibilité des crédits bancaires à court terme (qui ont joué un rôle clé dans le déclenchement de la crise asiatique) constituent une autre raison d'explorer la relation entre les mouvements de capitaux et la croissance sur une période plus récente. Les flux de crédits bancaires à court terme sont souvent minimisés dans les notifications des débiteurs, notamment dans les bases de données de la Banque mondiale. A l'opposé, les informations publiées par la Banque des règlements internationaux proviennent des créanciers et sont généralement considérées comme l'ensemble de données le plus fiable disponible. La série de la BRI relative aux crédits bancaires à court terme ne commence toutefois qu'en 1985, ce qui limite la période d'observation.

Une récente étude du Centre de Développement de l'OCDE (Soto, 2000) se penche sur l'impact de différentes catégories de mouvements de capitaux privés sur la croissance. Elle examine un échantillon de 44 pays sur la période 1986-97. Ces pays ont été choisis en fonction de la disponibilité des données relatives aux pays non-membres de l'OCDE en 1986 (à l'exception de la Turquie, qui a été prise en compte en tant qu'économie émergente en raison de son faible revenu par habitant). Environ la moitié des pays de l'échantillon sont des pays en développement à revenu intermédiaire (d'après la classification de la Banque mondiale), un tiers fait partie du groupe à revenu intermédiaire, tranche supérieure, et les autres sont des pays à faible revenu. Les résultats ne sont donc applicables ni aux pays de l'OCDE ni aux pays très pauvres.

Recourant à une approche standard (analyse empirique de la croissance), Soto (2000) a estimé la relation fondamentale suivante, sur la base de données de panel concernant 44 pays, sur une période de 12 ans (1986-97) :

$$y_{it} - y_{it-1} = \alpha y_{it-1} + X_{it-1}\beta + v_i + \tau_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

où y_{it} est le revenu par habitant du pays i sur la période t , X_{it-1} un vecteur des déterminants de l'état d'équilibre au moment $t-1$, avec le paramètre β , v_i un effet propre à un pays donné, τ_t un effet propre à une période donnée et commun à tous les pays considérés, et ε_{it} un résidu. Selon l'hypothèse de convergence des revenus, les pays riches devraient afficher un taux de croissance plus faible que les pays pauvres. Par conséquent, le paramètre α devrait être négatif. Cependant, chaque pays a un niveau de revenu à l'état d'équilibre qui lui est propre, et le niveau auquel les pays convergent dépend d'un ensemble de facteurs qui sont représentés par la variable X . Négligeant les effets propres à un pays et à une période donnés, v_i et τ_t , nous pouvons modifier l'équation (4) pour montrer que le niveau de revenu à l'état d'équilibre est le suivant :

$$y_i = \frac{-X_i\beta}{\alpha} \quad (4')$$

Le niveau de revenu auquel chaque pays converge dépendra donc de son ensemble spécifique de valeurs X , qui peuvent varier sur la durée. Pour l'estimation des niveaux de revenu à l'état d'équilibre, on obtient de bons résultats empiriques en incluant le

taux d'investissement, les dépenses des administrations publiques (en tant que variable de substitution des distorsions intérieures), le degré d'ouverture aux échanges internationaux et les termes de l'échange pour le pays concerné.

L'estimation directe de l'équation (4) pose un certain nombre de difficultés d'ordre économétrique, qui sont principalement liées au problème de simultanéité des déterminants. Pour atténuer ces difficultés, Soto estime les écarts annuels par rapport à la moyenne temporelle, pour chaque variable explicative. De plus, les estimateurs employés dans la méthode généralisée des moments sont utilisés pour traiter le problème de la causalité simultanée entre croissance et mouvements de capitaux. A cet effet, on prend comme instruments les valeurs retardées des variables explicatives. C'est la méthode standard introduite par Arellano et Bond (1991). Pour expliquer le taux de croissance pendant la période t , on prend alors la différence entre l'écart différé de deux ans et l'écart différé d'un an de la variable du pays considéré par rapport à la moyenne de la variable explicative générale pour ce pays :

$$y_{it} = (\alpha+1) y_{it-1} + (X_{it-1} - X_{it-2})\beta + \eta_{it} \quad (5)$$

où y_{it} représente le taux de croissance du pays ($y_{it} - y_{it-1}$) et où $\eta_{it} = \varepsilon_{it} - \varepsilon_{it-1}$.

Comment, alors, l'épargne étrangère s'intègre-t-elle dans l'équation (5) ? Nous l'avons déjà indiqué, le taux d'investissement est, par définition, financé par et égal à la somme de l'épargne intérieure et de l'épargne étrangère (balance des paiements courants). Les entrées de capitaux plus l'épargne intérieure peuvent ainsi se substituer au taux d'investissement dans l'estimation de l'équation relative à la croissance.

Le tableau 6 résume les principaux résultats de l'étude de Soto (2000). Il fait apparaître des estimations très significatives pour les paramètres des différents éléments du compte de capital et des déterminants traditionnels de la croissance (cf. tableau 5). Comme on pouvait s'y attendre (les valeurs de test montrent que les instruments utilisés sont indépendants du résidu et donc appropriés pour l'estimation), les investissements directs étrangers — avec un retard d'un an — ont un effet positif significatif sur la croissance du revenu par habitant dans le pays destinataire. Néanmoins, cet effet positif est un peu plus faible qu'indiqué par les études antérieures (par exemple, De Mello, 1999 ; Borensztein, De Gregorio et Lee, 1998). L'accroissement d'un pour cent du revenu par habitant à court terme nécessiterait une augmentation de 10 points de pourcentage du ratio IDE/PNB. De plus, l'équation (4') permet de calculer qu'une telle augmentation entraînerait à long terme une hausse de 3 pour cent du revenu à l'état d'équilibre.

Selon l'étude de Soto, l'impact le plus important sur la croissance provient des investissements de portefeuille en actions. On ne peut totalement exclure que la valeur de paramètre fortement positive et significative associée à ce type de capitaux tienne à l'excellente capacité prédictive de ces flux, qui tentent après tout d'anticiper les évolutions de l'économie réelle. L'impact positif des investissements en actions peut toutefois être rationalisé : ces flux allègent les contraintes dues aux conditions

financières locales, ce qui est susceptible de stimuler la croissance lorsqu'il existe une grande capacité productive dans les secteurs en expansion rapide. Les investissements en actions accroissent également la liquidité des marchés boursiers nationaux, améliorant ainsi la répartition des ressources et réduisant le coût du capital pour les activités à haut rendement.

En revanche, dans son étude, Soto ne constate pas d'impact significatif des flux obligataires sur la croissance.

Après avoir montré que les investissements directs étrangers et les investissements de portefeuille en actions ont un effet positif sur la croissance, Soto constate que les emprunts contractés, aujourd'hui, auprès des banques étrangères — tant à court qu'à long terme — seront, demain, négativement associés à la croissance du revenu par habitant dans le pays destinataire, sauf si les banques locales disposent de suffisamment de capitaux. Ce résultat confirme aussi bien la théorie que les informations disponibles : les banques sous-capitalisées ont tendance à prendre des risques excessifs, en faisant le pari qu'elles pourront ainsi résoudre leurs problèmes. Ou bien, pour endiguer la baisse de leur ratio de fonds propres, elles emprunteront davantage auprès des pouvoirs publics ou achèteront davantage d'actifs à risque nul. La contrepartie est que les « bons » risques restent sous-financés et les perspectives de croissance sont ainsi compromises. Comme le montrent McKinnon et Pill (1997), le recours aux crédits bancaires étrangers accentue ces distorsions. En période de fléchissement de l'activité économique, la mauvaise répartition des ressources et le faible niveau des bilans des banques qui en résultent intensifient à leur tour la crise du crédit et multiplient les faillites.

Cependant, dans les résultats de la régression, l'interaction entre les prêts bancaires étrangers et le ratio de fonds propres des banques locales a une incidence positive significative sur la croissance. Le ratio de fonds propres — fonds propres des banques en pourcentage des engagements — repose sur diverses pondérations des actifs bancaires, qui visent à refléter différents degrés de risque. Soto attribue une pondération de 0 pour cent aux réserves des banques détenues par la banque centrale et aux créances sur les organismes publics et parapublics, une pondération de 50 pour cent aux créances sur l'étranger et une pondération de 100 pour cent aux créances sur le secteur privé local. Les résultats qu'il obtient indiquent que l'effet des concours bancaires étrangers sur la croissance devient positif lorsque le ratio de fonds propres atteint un certain seuil (21 pour cent pour les crédits bancaires à long terme et 14 pour cent pour les crédits bancaires à court terme).

Tableau 6. Croissance du revenu et mouvements de capitaux
La variable dépendante est la croissance annuelle réelle du PNB par habitant.

	Variables explicatives (variation)	Régression (erreurs standard entre parenthèses)	
		(1)	(2)
Variables des mouvements de capitaux	Investissements directs étrangers	0.093*** (0.028)	0.102*** (0.026)
	Investissements de portefeuille en actions	0.474*** (0.075)	0.470*** (0.073)
	Investissements de portefeuille en obligations	-0.038 (0.081)	
	Crédits bancaires à long terme	-0.148*** (0.038)	-0.146*** (0.037)
	Crédits bancaires à court terme	-0.129*** (0.038)	-0.132*** (0.037)
	Crédits bancaires à long terme × capitalisation bancaire	0.712*** (0.248)	0.700*** (0.245)
	Crédits bancaires à court terme × capitalisation bancaire	0.935*** (0.304)	0.944*** (0.294)
	Autres variables explicatives	PNB (indicateur retardé)	0.662*** (0.019)
Épargne nationale		0.145** (0.056)	0.143** (0.055)
Carré (épargne intérieure)		-0.841*** (0.109)	-0.833*** (0.106)
(Exportations + importations)		0.052*** (0.007)	0.050*** (0.007)
Dépenses des administrations publiques		-0.205*** (0.040)	-0.204*** (0.039)
Logarithme (termes de l'échange)		0.075*** (0.009)	0.074*** (0.009)
Seuil d'épargne efficiente		0.173	0.172
Variance expliquée		0.486	0.491
Test de Sargan (valeur de probabilité)	0.999	0.998	
Test d'Arellano-Bond (valeur de prob.)	0.651	0.656	

Toutes les variables sont exprimées sous la forme d'écarts et retardées d'une période. Les mouvements de capitaux, l'épargne intérieure, les exportations plus les importations et la consommation des administrations publiques sont tous mesurés en tant que rapport au PNB.

La variance expliquée est le ratio de la variance de la valeur ajustée sur la variance de la variable dépendante. Le coefficient de Sargan teste l'hypothèse nulle d'absence de corrélation entre les instruments et le résidu. Le coefficient d'Arellano-Bond teste, lui, l'hypothèse nulle selon laquelle les résidus ne présentent pas de corrélation de second ordre.

, * Le coefficient est significatif à 5 et 1 pour cent respectivement.

Alors que, par le passé, on louait le niveau d'épargne exceptionnel d'une grande partie des pays d'Asie, les conclusions de Soto laissent également à penser qu'une augmentation de l'épargne intérieure n'est pas toujours associée à une accélération de la croissance. En effet, au-delà d'un certain seuil, l'épargne intérieure dégage des rendements marginaux négatifs en termes de contribution à la croissance, car la capacité d'absorption locale des investissements productifs est limitée. Ce résultat serait valable en particulier lorsque les règles nationales de localisation des activités empêchent l'épargne intérieure d'être investie à l'étranger. De plus, il a été observé que le niveau d'épargne très élevé de certains pays d'Asie était en partie couvert par des investissements représentant des postes de consommation mal comptabilisés, tels que

des tableaux de prix achetés pour décorer des bureaux (Corsetti, Pesenti et Roubini, 1998). Quoi qu'il en soit, nos résultats présentent un contraste frappant avec les corrélations positives entre épargne et croissance mises en évidence par les régressions habituelles. Il est notamment difficile d'interpréter la faiblesse du seuil à partir duquel l'épargne commence à avoir un effet négatif sur la croissance. Il faut toutefois noter qu'Attanasio *et al.* (2000) obtiennent un résultat similaire s'agissant de la relation entre investissement et croissance. Ils avancent plusieurs explications de cet effet négatif (processus d'ajustement vers l'état d'équilibre, épargne d'anticipation de la croissance future).

Conclusions

La théorie et les éléments factuels nouveaux présentés dans cette contribution laissent à penser qu'après la crise qui l'a frappée, l'Asie ne devra pas miser uniquement sur sa propre épargne, mais encourager l'épargne étrangère (sous certaines formes) pour exploiter au mieux ses perspectives de croissance à long terme. Cette recommandation se démarque fortement de l'opinion dominante, qui souligne l'importance de l'épargne intérieure pour financer le développement et qui minimise les bienfaits de l'épargne étrangère.

Concernant l'épargne intérieure, cette contribution montre que certains pays asiatiques constituent un centre financier moins fiable et moins stable qu'on ne le pense généralement, mais, surtout, qu'un excès d'épargne intérieure peut grever la croissance. Favoriser l'épargne intérieure tout en s'efforçant de mettre en œuvre des politiques destinées à empêcher celle-ci de sortir du pays aboutit inévitablement à une diminution de la rentabilité des capitaux. Sachant que c'est l'accélération de la croissance qui précède l'épargne, et non l'inverse, et que les réformes visant à accroître l'efficacité et à favoriser la croissance sont susceptibles de faire temporairement diminuer l'épargne, les autorités doivent opérer un arbitrage délicat (Hausmann et Reisen, 1997). Les grandes réformes, telles que la recapitalisation des banques ou la libéralisation des importations, ont tendance à amenuiser respectivement l'épargne publique et l'épargne privée. Elles jettent les bases de la croissance future, mais il arrive qu'un décalage considérable se produise entre leur introduction et l'augmentation de la production qui, à son tour, stimulera la croissance. Un moyen de venir à bout de ce dilemme consiste à s'appuyer sur l'épargne étrangère. A cet égard, nous présentons les formes d'entrées de capitaux qui, à notre sens, devraient être encouragées.

Cette contribution permet de mieux comprendre quels mouvements de capitaux il convient de promouvoir afin de maximiser les avantages nets de l'épargne étrangère. *Grosso modo*, on peut appréhender ces avantages nets en retranchant les risques liés aux flux financiers étrangers — à savoir la réversibilité et l'accentuation de la mauvaise répartition des ressources en présence de distorsions locales — des avantages conférés par ces flux — renforcement de l'intensité capitalistique des investissements, amélioration de l'efficacité et lissage de la consommation. Les preuves récentes de la

réversibilité de divers types d'entrées de capitaux et les éléments nouveaux que nous présentons ici concernant les effets de ces flux sur la croissance amènent à conclure que les autorités ont raison d'encourager en priorité les entrées de capitaux. Les investissements en actions doivent être préférés aux instruments d'emprunt. On constate que tant les IDE que les investissements de portefeuille en actions exercent un impact significatif sur la croissance. Par ailleurs, il est avéré que le renoncement durable aux politiques de substitution aux importations, la formation du capital humain et la réduction des distorsions maximisent les avantages procurés par les IDE. De plus, en raison de leur faible réversibilité, les IDE posent relativement peu de problèmes macro-économiques. En revanche, les investissements de portefeuille en actions contribuent à gonfler le prix des actifs. Ils nécessitent donc une plus grande attention de la part des autorités de réglementation, pour l'exposition du système bancaire, les règles de publicité et de comptabilité des entreprises et les exigences relatives à la liquidité applicables aux opérateurs sur le marché. Enfin, on constate que l'épargne étrangère sous la forme de prêts bancaires ne contribue à la croissance que si le système bancaire dispose de suffisamment de capitaux. Sinon, les « bons » risques seront sousfinancés et les « mauvais » risques surfinancés.

Bibliographie

- ARELLANO, M. et S. BOND (1991), "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations", *Review of Economic Studies*, n° 58.
- ATTANASIO, O., L. PICCI et A. SCORCU (2000), "Saving, Growth and Investment: A Macroeconomic Analysis Using a Panel of Countries", *The Review of Economics and Statistics*, 82(2).
- BALASUBRAMANYAM, V.N., M. SALISU et D. SAPSFORD (1996), "Foreign Direct Investment and Growth in EP and IS Countries", *Economic Journal*, 106(434), janvier.
- BHAGWATI, J. (1998), "The Capital Myth: The Difference between Trade in Widgets and Dollars", *Foreign Affairs* n° 77(3), mai-juin.
- BOONE, P. (1996), "Politics and the Effectiveness of Foreign Aid", *European Economic Review*, n° 40(2), février.
- BORENSZTEIN, E., J. DE GREGORIO et J.-W. LEE (1998), "How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth?", *Journal of International Economics*, n° 45(1), juin.
- BRECHER, R.A. et C.F. DIAZ-ALEJANDRO (1977), "Tariffs, Foreign Capital and Immiserizing Growth", *Journal of International Economics*, n° 7(4), novembre.
- CALVO, G.A. (1998), "Capital Flows and Capital Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops", *Journal of Applied Economics*, 1(1), novembre.
- CARROLL, C. et D. WEIL (1993), "Savings and Growth: A Reinterpretation", *NBER Working Paper*, n° 4770.
- CHENERY, H.B. et M. BRUNO (1962), "Development Alternatives in an Open Economy: The Case of Israel", *Economic Journal*, vol. LXXII, n° 285, mars.
- CLAESSENS, S. (1995), "The Emergence of Equity Investment in Developing Countries: Overview", *World Bank Economic Review*, n° 9(1), janvier.
- CLAESSENS, S., M.P. DOOLEY et A. WARNER (1995), "Portfolio Capital Flows: Hot or Cold?", *World Bank Economic Review*, n° 9(1), janvier.
- CLINE, W.R. (1995), *International Debt Reexamined*, Institute for International Economics, Washington, D.C.

- COHEN, D. (1993), "Convergence in the Closed and Open Economy", in GIOVANNINI A. (sous la direction de), *Finance and Development: Issues and Experience*, Cambridge University Press, Cambridge.
- CORSEPIUS, U., P. NUNNENKAMP et R. SCHWEICKERT (1989), "Debt Versus Equity Finance in Developing Countries: An Empirical Analysis of the Agent-Principal Model of International Capital Transfers", Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, Kieler Studien, n° 229. Tübingen, Allemagne : Mohr ; diffusé par Westview Press, Boulder.
- CORSETTI, G., P. PESENTI et N. ROUBINI (1998), What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?, disponible sur : <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsiaHomepage.html>.
- DE MELLO, L. (1999), "Foreign Direct Investment-Led Growth: Evidence from Time Series and Panel Data", *Oxford Economic Papers* n° 51(1), janvier.
- EATON, J. et M. GERSOVITZ (1981), "Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis", *Review of Economic Studies*, n° 48(2), avril.
- EDWARDS, S. (1995), "Why are Saving Rates so Different Across Countries? An International Comparative Analysis", NBER Working Paper n° 5097, avril.
- FFRENCH-DAVIS, R. et H. REISEN (1998), *Mouvements des capitaux et performances des investissements : les leçons de l'Amérique latine*, ECLAC, Santiago et Centre de Développement de l'OCDE, Paris.
- GLICK, R. et K. ROGOFF (1995), "Global versus Country Specific Productivity Shocks and the Current Account", *Journal of Monetary Economics*, n° 35(1), février.
- HAUSMANN, R. et H. REISEN (sous la direction de) (1997), *Promouvoir l'épargne en Amérique latine*, Banque interaméricaine de développement, Washington, D.C. et Centre de Développement de l'OCDE, Paris.
- LAL, D. (1990), "International Capital Flows and Economic Development", in SCOTT, M. et D. LAL, *Public Policy and Economic Development: Essays in Honor of Ian Little*, Clarendon Press, Oxford.
- LUCAS, R. (1990), "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?", *American Economic Review*, n° 80(2), mai.
- MANKIW, N.G., D. ROMER et D.N. WEIL (1992), "A Contribution to the Empirics of Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics*, n° 107(2), mai.
- MASSON, P.R., T. BAYOUMI et H. SAMIEI (1995), "International Evidence on the Determinants of Private Saving", *Fonds monétaire international*, Working Paper n° 95/51, mai.
- McKINNON, R. et H. PILL (1997), "Credible Economic Liberalizations and Overborrowing", *American Economic Review*, n° 87(2), mai.
- NUNNENKAMP, P. (2000), *Ausländische Direktinvestitionen und Gesamtwirtschaftliches Wachstum in Entwicklungs- und Schwellenländern*, document ronéotypé, Kiel Institute of World Economics.
- OBSTFELD, M. (1993), "International Capital Mobility in the 1990s", National Bureau of Economic Research, Working Paper n° 4534, novembre.

- OBSTFELD, M. et K. ROGOFF (1994), The Intertemporal Approach to the Current Account, Center for International and Development Economics Research C94-044, novembre.
- PORET, P. (1998), « Libéraliser les mouvements de capitaux : les leçons de l'Asie », *Observateur de l'OCDE* n° 214.
- RAZIN, A. (1995), "The Dynamic Optimizing Approach to the Current Account: Theory and Evidence", in KENEN, P.B. (sous la direction de), *Understanding Interdependence: The Macroeconomics of the Open Economy*, Princeton University Press, Princeton.
- RAZIN, A., E. SADKA et C.W. YUEN (1999), "An Information-Based Model of Foreign Direct Investment: The Gains of Trade Revisited", NBER Working Paper n° 6884, janvier.
- REISEN, H. (1998), "Sustainable and Excessive Current Account Deficits", *Empirica* 25(2), 1998.
- RODRIK, D. et A. VELASCO (1999), "Short-Term Capital Flows", NBER Working Paper n° 7364, septembre.
- SARNO, L. et M. TAYLOR (1999), "Hot Money, Accounting Labels and the Permanence of Capital Flows to Developing Countries: An Empirical Investigation", *Journal of Development Economics* n° 59(2).
- SOTO, M. (2000), *Capital Flows and Growth in Developing Countries: Recent Empirical Evidence*, Document technique du Centre de Développement de l'OCDE n° 160, Paris.
- TURNER, Ph. (1996), « Gestion des mouvements de capitaux : les enseignements de l'expérience latino-américaine et asiatique : Commentaire », in HAUSMANN, R. et H. REISEN (sous la direction de), *Consolider stabilité et croissance en Amérique latine : quelles politiques, quelles perspectives pour des économies vulnérables ?*, Centre de Développement de l'OCDE, Paris.

Les meilleures pratiques pour promouvoir les investissements du secteur privé dans les infrastructures

*Sean O'Sullivan**

Introduction

Une aide technique régionale de la Banque asiatique de développement (BAD) a été approuvée pour définir les meilleures pratiques destinées à favoriser, dans un secteur donné, la participation du secteur privé (PSP) dans les infrastructures clés des pays en développement membres de la BAD. Cinq secteurs ont été étudiés : l'énergie, l'approvisionnement en eau, les routes, les ports et les aéroports ; les meilleures pratiques ont porté sur : *i*) les questions de politique sectorielle liées à la fixation des prix et à la concurrence ; *ii*) les cadres juridiques et réglementaires appropriés ; *iii*) la décomposition, l'atténuation et la gestion des risques ; *iv*) les mécanismes permettant de réduire les coûts de transaction. Cinq experts (un par secteur) ont été engagés pour cette étude. Un séminaire régional de deux jours a ensuite été organisé pour leur permettre d'exposer leurs conclusions et de les valider auprès d'un groupe constitué de dirigeants des secteurs public et privé et de personnel de la BAD. Les cinq rapports viennent d'être publiés¹.

Nous intégrerons dans la présentation générale que nous faisons ici de cette étude un débat sur la croissance de l'investissement du secteur privé dans les infrastructures en Asie, un examen des questions intersectorielles, un récapitulatif des meilleures pratiques pour chaque secteur et des suggestions sur le rôle que la BAD peut jouer pour soutenir les investissements du secteur privé dans les infrastructures.

* Expert senior du développement du secteur privé, Département Infrastructures, Énergie et Finances (Est), Banque asiatique de développement.

Cet article est un extrait de la publication de la BAD intitulée : *Developing Best Practices for Promoting Private Sector Development in Infrastructure* (avril 2000).

L'augmentation de la participation du secteur privé

Expansion et repli de l'investissement du secteur privé

Pendant une dizaine d'années, et plus particulièrement jusqu'en 1996, l'investissement privé dans les infrastructures publiques a connu une expansion rapide et la gestion privée des services associés à ces infrastructures a été en nette augmentation. L'investissement a été entretenu par le développement de nouvelles formes de PSP, dont divers accords de partenariat entre les secteurs privé et public : construction-exploitation-transfert (CET), construction-propriété-exploitation (CPE), construction-propriété-exploitation-transfert (CPET) et concessions.

De nouveaux outils financiers (notamment le financement de projets) et la mondialisation des fonds d'investissement privés ont joué un rôle essentiel dans le développement des secteurs d'infrastructures dans la plupart des pays. La PSP dans les infrastructures, particulièrement dans la production d'énergie, a reçu le soutien enthousiaste des banques multilatérales et des offices bilatéraux de développement, ainsi que de la communauté financière internationale. Les secteurs plus complexes et davantage orientés vers le consommateur que sont l'eau, la distribution d'électricité et les équipements de transport ont enregistré moins de transactions. Les premiers succès impliquaient des transactions financières sans véritables restructurations organisationnelles ; les transactions suivantes ont porté sur les grandes infrastructures des mégapoles comme Manille, Djakarta et Shanghai (stations d'épuration, réseaux d'alimentation en eau potable, centrales électriques, terminaux de fret et de passagers et routes à péage desservant les aéroports).

On s'est rendu compte, au début des années 90, que les besoins d'investissement dans les infrastructures asiatiques étaient nettement supérieurs à toutes les projections et à toutes les autres expériences. Les économies du « Tigre asiatique » connaissaient une croissance rapide et exigeaient des investissements massifs dans les secteurs de l'énergie, des travaux publics et des télécommunications, entre autres. On avait également le sentiment, dans la plupart de ces pays, que le développement était entravé par des blocages dans l'énergie (aux Philippines, par exemple), les transports (en Thaïlande), l'eau (dans presque toute l'Asie) et les télécommunications. Comme les dépenses publiques d'infrastructures, les aides internationales et les prêts des banques publiques ne pouvaient suffire, l'attention s'est tournée vers le secteur privé.

Selon des estimations de la BAD, les investissements nécessaires, pour les années 90, à la construction de nouvelles infrastructures en Asie de l'Est étaient de l'ordre de 1 000 milliards de dollars. La Banque mondiale les a ensuite estimés à 1 500 milliards de dollars pour la période 1995-2004. Ces prévisions ont été précieuses pour mettre en lumière l'ampleur et la structure des gigantesques besoins d'infrastructures d'une Asie en pleine expansion et de plus en plus prospère et urbanisée. Elles ont contribué à montrer clairement la nécessité de se tourner vers une PSP dans les infrastructures, motivée dans une certaine mesure par des considérations d'efficacité, mais traduisant surtout l'opinion qu'un financement par le secteur public d'infrastructures de cette ampleur n'était ni faisable, ni souhaitable.

Il y a également eu un revirement d'opinion quant aux avantages comparatifs des secteurs public et privé en tant que pourvoyeurs de services de qualité pour les infrastructures. On voyait davantage le gouvernement dans un rôle élargi de contrôle et de restructuration, tandis que l'investissement, la construction, le financement et l'exploitation semblaient mieux convenir à une PSP concurrentielle. Dans cette optique, les risques devaient être attribués à celle des deux parties capable de les atténuer : cela signifiait un fort accroissement du rôle du secteur privé.

On a constaté que si de nombreux investissements du secteur privé de type CET étaient en phase d'achèvement, l'attribution des risques dans bon nombre d'entre eux laissait beaucoup à désirer. Les garanties gouvernementales de contrats souvent indexés sur les taux de change et imposant aux sociétés le règlement inconditionnel de la totalité des installations (contrats *take-or-pay*) avaient fait peser d'énormes obligations financières conditionnelles sur les sociétés et les gouvernements.

Comme c'est souvent le cas dans le domaine des investissements, l'optimisme, une prolifération de protocoles d'accords et des annonces alléchantes d'investissements ont progressivement remplacé les estimations minutieuses. Certains succès précoces, obtenus dans des circonstances particulières, ont fait croire que cette approche CET pouvait être appliquée partout. Dès 1995, le sigle CET était devenu dans de nombreux pays synonyme de PSP ; mais en 1999, les CET et les contrats d'acquisition d'énergie qui allaient souvent de pair étaient également devenus synonymes de risques publics inacceptables et de projets sans aucun lien avec les clients ou les contraintes du marché.

Cet optimisme a pris fin avec la crise financière asiatique, elle-même née d'une absence de politiques d'investissement saines, notamment pour les contrats d'acquisition d'énergie garantis par le gouvernement. Ces contrats avaient malencontreusement transformé la pénurie d'énergie en une surproduction alimentée par des garanties de paiement inconditionnel. La crise a provoqué un repli très net des investissements du secteur privé et une exposition importante des investisseurs des secteurs public et privé aux risques des engagements conditionnels. Ce repli a non seulement limité la capacité des gouvernements à stimuler la croissance économique, mais a également conduit à la détérioration ou à la stagnation de nombreux projets d'infrastructures publiques en partie terminés et financés par le secteur privé. L'augmentation et la chute du financement par le secteur privé sont clairement traduites par les données de financement privé énoncées dans l'encadré.

La crise monétaire a provoqué quelques révisions spectaculaires des prévisions de croissance économique et des programmes d'investissement d'infrastructures. L'analyse présentée dans l'encadré montre néanmoins que si les prévisions en matière d'infrastructures ont été revues à la baisse du fait d'une croissance plus modérée et d'un changement de politique en faveur de meilleures pratiques, la demande d'investissement est toujours énorme et la PSP aura un rôle essentiel à jouer si l'on veut y répondre.

Encadré. Anciens financements de projets et futurs besoins d'infrastructures — Asie de l'Est

Financement de projets — perspectives et instabilité

La figure 1, tirée d'une base de donnée en euros (CapitalDATA), montre la croissance spectaculaire, puis le déclin, des infrastructures issues de financements de projets dans une sélection de pays d'Asie de l'Est. Le niveau d'avant la crise, enregistré en 1996, de près de 41 milliards de dollars, contraste nettement avec les estimations de la fin des années 80 quand le marché total des projets de financement ne dépassait pas cinq milliards de dollars par an, ainsi qu'avec le chiffre de douze milliards de dollars en 1998 enregistré pendant la crise. Il est clair que la part du secteur privé dans le développement des infrastructures augmentait rapidement dans les années 90 et bien avant la crise. Après la crise, c'est le secteur des télécommunications qui a enregistré la baisse la plus spectaculaire, traduisant le fait que ce type de projets est généralement financé par des fonds exclusivement privés et qu'il est porteur de risques au niveau de la demande dans un environnement venant de s'ouvrir. Les projets relatifs à l'énergie semblent en revanche mieux résister, surtout parce qu'ils bénéficient du soutien gouvernemental sous forme de garanties de ventes en gros par l'intermédiaire de contrats d'achat d'énergie.

Besoins futurs d'investissements dans les infrastructures

De nouvelles prévisions ont été établies pour la période 1996-2005 pour un certain nombre de pays d'Asie de l'Est : l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines, la Corée, la République populaire de Chine (RPC) et la Thaïlande. Ces prévisions ont été ajustées de manière à permettre à la fois l'introduction progressive de la discipline et des meilleures pratiques du secteur privé, et une croissance économique réduite. Les prévisions révisées sont inférieures de 23 pour cent à celles (de référence) d'avant la crise. Elles se fondent sur le calcul de la valeur des installations d'infrastructures dans chaque pays et sur la prévision des investissements, compte tenu d'hypothèses de croissance du produit intérieur brut (PIB) et de ratios infrastructure/rendement variables. La figure 2 en fournit un résumé. Les prévisions d'avant la crise sont fondées sur les pronostics de croissance du PIB de 1996. Le cas 1 est fondé sur les pronostics de croissance du PIB actuel, tandis que le cas 2 intègre l'impact d'une transition à un ratio infrastructure/rendement inférieur et prévoit une augmentation graduelle d'efficacité de 25 pour cent pour chaque secteur et dans chaque pays. Facteur important dans les prévisions de la région : la RPC est considérée comme maintenant un taux de croissance relativement élevé de son PIB, ce qui représente environ les deux tiers des dépenses d'infrastructures dans la région. Les résultats du cas 1 indiquent une baisse de 14 pour cent par rapport aux prévisions d'avant la crise. Si l'on exclut la RPC, la réduction atteint 33 pour cent. Le cas 2, qui présuppose l'adoption de meilleures pratiques, avec une modification subséquente des paramètres sous-jacents infrastructure/rendement et efficacité, indique de nouvelles réductions du niveau des investissements nécessaires. L'analyse démontre clairement l'impact relatif d'une croissance plus lente et les avantages potentiels du passage à des modèles de développement des infrastructures intégrant les meilleures pratiques. Elle met aussi en lumière l'ampleur des besoins d'investissement, dont l'excédent atteint 120 milliards de dollars par an, et la nécessité de recourir à la PSP.

Source : "Private Sector Participation and Infrastructure Investment in Asia: The Impact of the Financial Crisis", document de la Banque asiatique de développement préparé par M.G. Porter et C. McKinlay (Macquarie Bank et Tasman Asia Pacific) pour la réunion des ministres des Finances, Coopération économique dans la zone de l'Asie-Pacifique, mai 1999.

Figure 1. **Financement de projets**

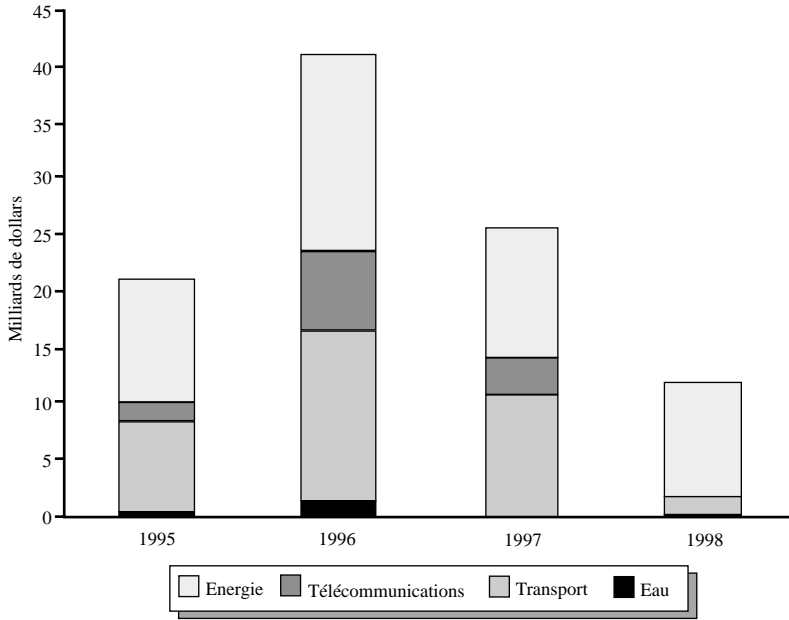
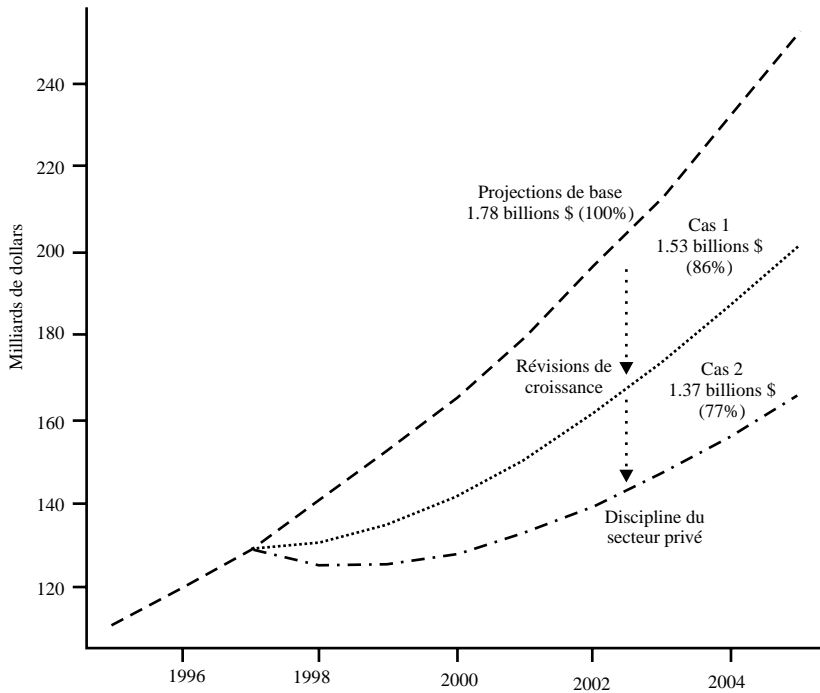


Figure 2. **Projections d'investissement dans les infrastructures, 1996-2005**



Le défi pour l'investissement du secteur privé dans les infrastructures

En cette période difficile, il est important de reconsidérer les avantages comparatifs des secteurs public et privé et le rôle crucial de l'amélioration des réglementations et de la gouvernance, notamment pour ce qui est de la transparence, de l'exécution des contrats et de l'adoption de structures tarifaires commerciales viables. Les atouts et les faiblesses du processus utilisé jusqu'ici pour mettre en œuvre ces investissements doivent être revus secteur par secteur. Il convient de s'intéresser aux perspectives et aux risques des nouvelles approches, notamment aux concessions centrées sur l'utilisateur et gérées par le privé. Il faut développer les versions de ces modèles susceptibles d'être financées par les banques et assises, dans l'idéal, sur les comptes des usagers plutôt que sur les garanties gouvernementales ou les assurances du secteur public.

Ce passage à un nouveau modèle de développement des infrastructures s'accompagne de défis majeurs tant pour les gouvernements que pour les investisseurs. Le nouveau modèle de meilleures pratiques ne signifie pas un retrait total des gouvernements ; au contraire, le passage à ce type de modèle implique l'adoption simultanée d'une bonne gestion publique et exige une révision des rôles de réglementation, de restructuration et de contrôle des gouvernements. Sans une véritable amélioration de cette gestion, le passage à une PSP accrue risquerait de se traduire par un transfert de pouvoirs monopolistiques aux dirigeants du secteur privé qui jouissent d'un bon réseau de relations. De plus, sans une meilleure gestion, la PSP finirait par s'étioler et les demandes d'infrastructures ne seraient pas satisfaites puisque les risques deviendraient inacceptables.

Participation du secteur privé et questions intersectorielles

L'étude a permis d'identifier certains problèmes soulevés par la promotion des investissements du secteur privé dans les infrastructures. L'examen des meilleures pratiques dans chacun des cinq secteurs a montré l'importance de la concurrence, de la transparence des appels d'offre et d'une réglementation efficace. On est parvenu à un large consensus sur le fait que :

- le rôle spécifique du gouvernement doit être de planifier, structurer et réglementer, tandis que celui du secteur privé doit être de gérer, investir, construire et financer ;
- le transfert des responsabilités au secteur privé doit se faire par la déréglementation et la concurrence ouverte ou par des dispositions contractuelles bien établies, notamment des contrats de gestion, des contrats de leasing financier, des concessions, la vente d'actifs et des droits d'exploitation ;
- une réglementation économique doit intervenir quand la concurrence est insuffisante ; mais elle doit être transparente et prévisible tout en veillant à répondre aux besoins des parties concernées ;

- des sources de financement à long terme doivent être trouvées ;
- les risques commerciaux doivent être attribués au secteur privé, mais les autres risques doivent être pris en charge par ceux qui sont capables de les atténuer.

Les questions intersectorielles font l'objet d'un développement détaillé ci-après.

Les besoins de réforme et le rôle du gouvernement

La PSP dans le développement des infrastructures exige du gouvernement qu'il joue un rôle de planification, d'orientation et de réglementation. Si les industries d'équipement sont restées aussi longtemps dans le secteur public, c'est parce qu'elles sont des monopoles naturels ; les coûts sont moindres quand il n'existe qu'un seul fournisseur et les services sont souvent des services de base (eau, énergie, transports). Ces monopoles d'équipement demandent en outre des dépenses d'investissement relativement élevées, des biens à longue durée de vie accompagnés de coûts variables unitaires faibles et des économies d'échelle importantes. On a longtemps pensé que la détention par l'État de tels monopoles, plutôt que la réglementation publique de biens privés, était le moyen le plus adapté pour obtenir les meilleurs résultats.

Les actuels pourvoyeurs de services ont en outre un avantage concurrentiel considérable sur les éventuels nouveaux venus, en raison du temps de construction de nouveaux réseaux onéreux et de développement des marchés pour de tels services. La pénurie de terrains, de droits de passage et d'espace aérien nécessaires à l'instauration de ces réseaux constitue un obstacle supplémentaire à la concurrence. Les sites adaptés à l'installation d'aéroports et de ports maritimes, de barrages, de centrales électriques, ainsi que les droits de passages nécessaires à la construction de routes, de voies de chemin de fer et de systèmes de transmission sont de plus en plus difficiles à acquérir. Un autre argument en faveur du maintien de ces industries dans le secteur public tient au fait qu'elles doivent permettre un large accès, éventuellement universel, à leurs services et que cela demande des subventions.

Or, on a constaté que la propriété et la gestion publiques n'étaient ni indispensables à l'universalité des accès, ni même le meilleur moyen d'y parvenir. Les subventions peuvent facilement être intégrées dans un appel d'offres, ou financées directement par l'État. L'avantage de laisser le secteur privé fournir des services publics est que cela permet aux fonctionnaires de se concentrer sur la planification, la stratégie et la réglementation. Le secteur privé, à son tour, dispose des pleins pouvoirs pour faire ce qu'il sait le mieux faire : *i*) investir du capital ; *ii*) gérer les entreprises ; *iii*) créer et gérer des mesures d'encouragement adaptées pour le personnel et la direction ; *iv*) traiter avec les clients ; *v*) améliorer l'efficacité et la qualité du service, aiguillonné en cela depuis peu par la concurrence par comparaison.

Les gouvernements devraient donc autoriser le secteur privé à fournir le plus possible de services d'infrastructures. Ils pourraient ainsi se consacrer à la planification, la définition des stratégies et la réglementation, tandis que le secteur privé assurerait l'investissement rentable du capital et l'amélioration de l'efficacité et de la qualité des services.

Réforme institutionnelle

L'organisation des secteurs d'infrastructures (c'est-à-dire les ministères, les organes et les services de réglementation) n'a guère changé avec l'introduction de la PSP. Comme le transfert des services d'infrastructures au secteur privé s'effectue principalement par l'intermédiaire des transactions financières, on n'a pas accordé une attention suffisante à la question, plus vaste, des réformes institutionnelles. On a implicitement supposé que l'introduction d'une gestion privée dans la détention ou l'exploitation de certains biens publics rendrait de telles réformes superflues. En fait, les faiblesses des structures institutionnelles en place ont limité l'efficacité des initiatives du secteur privé. Dans la plupart des pays, le transfert composant par composant des équipements d'infrastructures s'est fait lentement et les organismes de contrôle, qui entraînent des frais généraux supplémentaires et limitent souvent les améliorations de performance de ces équipements, n'ont subi quasiment aucune réforme. La crise monétaire a souligné l'importance des réformes institutionnelles, mais l'administration procède rarement à des réformes internes. Les gouvernements devraient revoir avec soin la structure, la taille et les attributions des entreprises de services publics et d'autres entités des secteurs d'infrastructures, et mettre en place des unités de réformes qui rendraient compte directement aux ministres de tutelle afin de lancer les réformes nécessaires.

Planification stratégique

Si les gouvernements ont accepté que le secteur privé investisse dans les infrastructures, c'est en partie à cause de leur incapacité à anticiper les goulets d'étranglement et à procéder en temps et en heure aux investissements stratégiques destinés à éviter les insuffisances de capacité. Le rôle grandissant du secteur privé dans la construction d'infrastructures a conduit de nombreux gouvernements à négliger leurs responsabilités en matière de planification sectorielle. Ils ont au lieu de cela offert des biens et des services publics au secteur privé au fur et à mesure des besoins, omettant souvent de veiller à la complémentarité des différents investissements. Il est même arrivé dans certains cas que des propositions spontanées remplacent la planification. De son côté, le secteur privé a choisi des projets qui avaient déjà été identifiés dans les projets du gouvernement, donnant la préférence à ceux qui offraient le meilleur taux de rentabilité, les risques les plus faibles ou les profits à court terme les plus élevés. Le secteur privé ne s'est pas préoccupé de savoir quelles seraient les implications de ses propositions sur le réseau ; il n'en avait pas non plus les moyens. Les gouvernements ont omis de soumettre ces propositions à une analyse financière rigoureuse qui aurait permis de déterminer leur viabilité en l'absence d'une augmentation notable des redevances des usagers ou de garanties gouvernementales. De plus, ils ont souvent oublié les investissements publics complémentaires, indispensables au succès des investissements privés. Cela s'est soldé par des propositions spontanées n'entraînant que des risques commerciaux faibles (garanties gouvernementales, clauses complémentaires, transfert de biens existants, attribution de droits de passage privilégiés) ou des propositions nées de préoccupations politiques.

Les gouvernements devraient maintenir et renforcer leur rôle de planificateurs stratégiques des secteurs d'infrastructures et ce faisant, identifier les domaines où la PSP doit être encouragée et déterminer le niveau de subventions complémentaires nécessaires.

Cadre juridique et réglementaire

L'efficacité de la PSP a souffert du manque de structures réglementaires adaptées au contrôle des performances économiques et techniques. La réglementation relative aux tarifs et à d'autres facteurs économiques est particulièrement peu développée. Les objectifs fondamentaux d'autonomie, de responsabilité, de transparence et de prévisibilité ont été difficiles à atteindre. Plus important encore, les mécanismes de consultation entre les secteurs public et privé, de règlement de contentieux entre les fournisseurs et les usagers du réseau ne sont pas encore au point. Autre problème : l'absence de séparation entre la réglementation et l'exploitation, qui permettrait pourtant d'éviter les conflits d'intérêt. La plupart des pays ont mis du temps à instaurer des organismes de réglementation autonomes, financés par des fonds indépendants et exploités par un personnel professionnel.

La décomposition du réseau en composantes concurrentielles et monopolistiques peut entraîner une forte diminution du besoin de réglementation. Les composantes concurrentielles peuvent être transférées au secteur privé de façon à favoriser la concurrence et permettre la déréglementation. Les composantes monopolistiques peuvent ensuite être transférées au secteur privé dès qu'un cadre réglementaire efficace a été mis en place. Cette réglementation devrait créer une situation dans laquelle les entreprises tirent leurs bénéfices d'une efficacité accrue et d'une augmentation de la demande.

Une réglementation économique efficace doit aussi dissuader les pratiques anticoncurrentielles. La plupart des pays en développement manquent de lois ou d'organismes compétents pour s'occuper de telles pratiques. L'activité économique continue à être aux mains de grands conglomerats. La crise monétaire a donné le coup d'envoi au démantèlement des monopoles et à l'introduction de lois antimonopoles.

L'absence de procédures juridiques et réglementaires bien établies se retrouve également dans la législation sur les contrats, puisqu'il n'existe pas de moyen de les exécuter, ni de régler les contentieux. Les interférences politiques dans l'attribution des contrats sont également un problème.

Sans cadre juridique et réglementaire bien établi, la PSP accroît le niveau de risque des investisseurs. Elle les encourage aussi à se reposer davantage sur des situations et des relations politiques particulières que sur leurs mérites pour obtenir et exécuter les contrats. Le transfert de services d'infrastructures au secteur privé ne devrait pas déboucher sur des accords privilégiés ou des profits garantis par l'État. Les entreprises devraient avoir des recettes contrôlées, issues des bénéfices produits par l'amélioration de leur efficacité et l'augmentation de la demande. Ces recettes devraient assurer un

financement important au secteur privé, à la fois parce qu'elles sont de nature semi-contrôlée, donc proche de celle des obligations d'État, et parce que le caractère fondamental et souvent monopolistique du service réduit le risque de la demande. De plus, ces biens à longue durée de vie sont attrayants pour les caisses de retraite et autres fonds à long terme de ce type.

Décomposition des réseaux et introduction de la concurrence

L'expérience d'un certain nombre de pays a montré que les secteurs d'infrastructures décomposés (les différentes composantes sont gérées séparément) sont plus performants que les réseaux à gestion centralisée. Les coûts supplémentaires entraînés par l'augmentation des communications et des transactions entre les différentes composantes des réseaux décomposés ont été réduits grâce au progrès technologique. Dans le même temps, la gestion décentralisée a permis de se concentrer davantage sur la capacité et la productivité des différentes composantes et sur leurs interfaces.

La décomposition des secteurs d'infrastructures est un bon moyen de limiter leur nature monopolistique et de promouvoir la concurrence. De nombreux éléments du réseau peuvent soutenir la concurrence. Même quand il n'est pas possible de créer une concurrence directe entre les prestataires de services du réseau, on peut souvent la créer parmi les prestataires de services complémentaires. Dans le secteur de l'énergie, par exemple, beaucoup de pays décomposent les réseaux en production, transmission et distribution (et parfois en un quatrième segment chargé de la vente aux usagers) et confient la gestion de chaque segment à une société différente.

Quand on ne peut créer de concurrence, il est souvent possible de mettre en place des environnements concurrentiels, un marché pour l'entreprise, par exemple. Il existe plusieurs méthodes pour y parvenir. La première consiste à lancer des appels d'offres concurrentiels effectifs pour la vente ou le leasing des biens et l'octroi de licences ou le franchisage des services. Une deuxième méthode réside dans la réduction de la durée des accords contractuels ou l'institution d'un contrôle périodique des performances. Une troisième méthode prône l'introduction d'objectifs de résultat en matière de qualité, de gamme, ou de prix facturés pour ces services et de part de marché globale ; l'incapacité du secteur privé à atteindre ces objectifs entraîne alors des pénalités ou des dispositions pouvant amener à la rupture du contrat. Une quatrième méthode consiste à imposer au réseau des performances comparables à celles des autres réseaux ; on peut pour cela lui demander d'augmenter sa part de marché par rapport aux autres prestataires de services similaires, ou exiger une qualité de services et de prix comparable à celle des autres réseaux situés sur des marchés similaires.

La plupart des secteurs d'infrastructures comportent des composantes rentables et non rentables. Une stratégie commode, même si elle n'est pas idéale, pour transférer des composantes au secteur privé est de regrouper les composantes rentables et non rentables de manière à former un groupe dont la rentabilité est acceptable. On peut aussi faire une offre de vente des composantes rentables par l'intermédiaire d'accords

d'exploitation et de franchisage ou de vente d'éléments d'actif, et transférer les composantes non rentables au moyen de contrats d'exploitation (ainsi cette composante ne peut plus bénéficier d'aides de l'État). Une troisième stratégie consiste à transférer les composantes rentables au secteur privé et à conserver les composantes non rentables dans le secteur public, mais sous le contrôle d'unités du gouvernement local plutôt que national.

Sources de financement

Le financement des infrastructures par le secteur privé entraîne généralement un risque de déséquilibre dans l'enveloppe financière face aux devises étrangères ; les recettes sont en effet en devises locales, alors que la nécessité de recourir aux marchés étrangers des obligations et des capitaux engendre un important service de la dette en devises étrangères. Le grand problème réside dans le fait que les marchés financiers de la plupart des pays en développement membres de la BAD ne sont pas assez développés pour que l'on puisse ajuster la dette en devises locales sur des biens à longue durée de vie. La nécessité de recourir à un endettement extérieur (et aux capitaux étrangers) crée de gros risques, comme on a pu le constater lors de la récente crise. Peu de consortiums d'infrastructures sont capables de résister à une dépréciation du taux de change de 40 à 50 pour cent (et encore moins aux 80 pour cent enregistrés en Indonésie) quand leurs produits sont vendus en devises locales. D'où la priorité à donner aux programmes d'extension du marché financier intérieur.

En principe, la congruence monétaire exige que le volume de financement global des services d'infrastructures comme les transports, l'approvisionnement en eau et l'électricité se fasse en devises locales. En l'absence de réformes du marché financier, on imagine difficilement comment les prestations du secteur privé pourront évoluer suffisamment pour satisfaire la demande future. Compte tenu des expériences récentes, il est donc impératif que les organismes de développement internationaux comme la BAD élargissent leur rôle, à la fois pour faciliter l'assurance du risque politique et pour favoriser le développement des marchés financiers intérieurs en Asie, et plus particulièrement des marchés obligataires.

L'investissement direct étranger demeurera une source de capitaux essentielle pour le développement des secteurs d'infrastructures, mais il faudra du temps pour regagner la confiance des investisseurs. De plus, au vu de l'expérience de l'Indonésie, du Pakistan, des Philippines, de la Corée et d'autres pays, les autorités chercheront naturellement, quand ce sera possible, à limiter l'exposition à ces capitaux au profit de sources locales de financement. Le développement de marchés financiers intérieurs à long terme sera un facteur crucial pour les investissements d'infrastructures du secteur privé, mais à condition que ces marchés soient également soumis à une meilleure réglementation.

Risque et atténuation du risque

Pour parvenir à un bouclage financier, les gouvernements ont souvent accepté des risques commerciaux qui auraient dû être assumés par le secteur public, dont le risque de taux de change, mais aussi celui de la demande/niveau de trafic (volume). Les clauses des contrats d'achat de centrales électriques imposant le règlement inconditionnel total des installations en sont l'exemple le plus flagrant. Ces garanties ont eu trois effets négatifs. D'abord, elles ont isolé les bailleurs de fonds du marché. Ensuite, elles ont créé des engagements conditionnels gouvernementaux qui contribuent aujourd'hui aux difficultés budgétaires des gouvernements. Enfin, elles ont encouragé la rigidité des prix, conduisant ainsi à des distorsions sur le marché et à une diminution des capacités du secteur privé à améliorer l'efficacité des investissements et des opérations. Les contrats de construction-leasing-transfert et les garanties de trafic/volume pour les routes à péage, les aéroports et les ports maritimes en sont d'autres exemples.

Comme les gouvernements n'avaient qu'une connaissance ou qu'une expérience limitée des contrats, les intervenants privés ont souvent réussi à les convaincre d'assumer une partie des risques commerciaux. De plus, leur fréquente incapacité à embaucher des spécialistes juridiques, techniques et financiers compétents pour les assister dans les négociations, a désavantagé ces gouvernements face aux soumissionnaires étrangers, dans le domaine des pratiques internationales comme les contrats *take-or-pay* (règlement inconditionnel de la totalité des installations), ou face aux prêteurs étrangers dans celui des garanties de protection de ces prêts. Les bureaucrates qui avaient dû passer par un processus d'appel d'offres long et souvent litigieux, ont préféré accepter quelques risques commerciaux plutôt que d'avoir à relancer le processus. Inversement, les parties privées, frustrées par des négociations traînant en longueur et la renégociation continue des clauses, ont accepté d'assumer des risques qui étaient du ressort du gouvernement.

Les autorités devraient améliorer leur capacité à négocier et à traiter avec le secteur privé. Les risques commerciaux doivent être assumés par le secteur privé et les autres risques par la partie capable de les atténuer.

Récapitulatif des meilleures pratiques sectorielles

Le défi pour les gouvernements est d'encourager une forme appropriée d'investissement du secteur privé dans les infrastructures. L'étude a montré certaines divergences entre secteurs d'infrastructures quant à l'équilibre souhaitable entre la part privée et publique de la propriété des actifs et de la fourniture des services. Seuls quelques secteurs possèdent des modèles bien établis de PSP. Les autres meilleures pratiques sont en pleine évolution et la liste s'allongera avec l'expérience. Les décisions concernant les composantes à transférer au secteur privé sont de nature stratégique. Elles dépendent non seulement des caractéristiques du secteur et du marché qu'il approvisionne, mais aussi des objectifs gouvernementaux. Tous les experts se sont

accordés sur le fait que l'objectif premier devait être la satisfaction de l'utilisateur, mais que le gouvernement devait examiner un certain nombre d'autres objectifs : *i*) réduction de la dette publique ; *ii*) stimulation des marchés financiers intérieurs ; *iii*) réduction des subventions d'investissements et d'exploitation ; *iv*) investissement dans de nouvelles infrastructures ou modernisation des anciennes ; *v*) amélioration de la qualité des services ; *vi*) élargissement de la gamme des services ; *vii*) réduction du prix des services ; *viii*) opérations orientées vers l'utilisateur ; *ix*) marketing plus efficace.

Les gouvernements disposent d'un certain nombre de moyens de transfert des différentes composantes d'infrastructures au secteur privé. Le rythme et l'enchaînement de ces transferts dépendent : *i*) de la taille et la complexité du secteur ; *ii*) du taux de croissance de la demande et de la compétitivité du marché ; *iii*) des options de décomposition choisies, par fonction ou secteur géographique ; *iv*) du régime juridique de la propriété foncière et des autres biens cruciaux ; *v*) de la capacité à instituer une réglementation économique. Les mécanismes existants, qui vont des contrats de gestion à une concurrence non réglementée, ne sont pas nouveaux et ont déjà fait leurs preuves. Le plus important est de savoir où va le secteur et de procéder aux réformes aussi rapidement que possible afin de ne pas prendre pour définitive l'étape intermédiaire. Les conclusions des experts désignés pour chacun des cinq secteurs sont résumées ci-après.

Énergie

Dans le secteur de l'électricité, les producteurs indépendants ont apporté une solution presque immédiate (aux Philippines, par exemple) en fournissant la capacité de production nécessaire à une croissance économique rapide. Mais les prix ont souvent été élevés, cette nouvelle capacité ne suivant pas le sentier de croissance du moindre coût et le secteur privé exigeant de forts taux de rentabilité. Ils ont cependant diminué à mesure que le marché des producteurs d'électricité indépendants atteignait son régime de croisière. En mettant l'accent sur la production plutôt que sur une distribution efficace, le secteur public s'est contraint à garder l'activité dans laquelle il était le moins performant et a empêché le secteur privé de mener les activités orientées vers le client (distribution et fourniture) dans lesquelles il avait pourtant une réelle compétence. En même temps, il a isolé le secteur privé du marché en réglementant la fixation des prix et des garanties contre les risques commerciaux.

Pour parvenir à un modèle de marché concurrentiel, avec une concurrence au niveau du gros et du détail, l'expert du secteur de l'énergie préconise une restructuration, qui permettra une PSP durable et maximisera les avantages des clients. L'expert propose cinq grandes étapes de mise en œuvre de cette réforme et indique leur ordre de priorité. Certaines de ces étapes peuvent être entreprises parallèlement, mais elles doivent être considérées comme des actions séquentielles conduisant à la création d'un marché concurrentiel de l'énergie :

- i) parvenir à un cadre d'investissement adapté,
- ii) définir les objectifs de la restructuration et la structure industrielle idéale,
- iii) préparer les acteurs à leur participation à un marché concurrentiel,
- iv) privatiser les actifs anciens et nouveaux,
- v) veiller à ce que le marché concurrentiel soit correctement mis en œuvre.

Les meilleures pratiques pour la restructuration du secteur de l'énergie comprennent :

- la création d'un environnement juridique et réglementaire d'habilitation destiné à soutenir les marchés concurrentiels de l'électricité ;
- la décomposition du secteur de l'énergie en plusieurs secteurs (production, transmission, distribution et éventuellement vente de détail) pour fournir à l'utilisateur le meilleur service ;
- la privatisation, selon un processus transparent, impliquant la vente des installations de distribution électrique et des centrales de production et concernant tant les biens existants que les nouveaux projets ;
- le libre accès aux câbles de transmission et de distribution et la capacité pour les vendeurs et les acheteurs de négocier l'énergie sur un marché ouvert sont essentiels si l'on veut parvenir à un cadre concurrentiel ;
- l'exploitation concurrentielle des marchés de production et de détail, avec un grand nombre de générateurs offrant leur produit sur un marché de gros à des prix qui répercutent l'équilibre entre l'offre et la demande tout au long de la journée ;
- l'exploitation du réseau de transmission sous forme de concession et sur la base d'un appel d'offres concurrentiel, ou sa privatisation selon un cadre réglementaire strict de contrôle des taux de rentabilité, des prix ou des recettes brutes ;
- la principale autorité de contrôle indépendante devra surtout surveiller les prix et les mesures d'encouragement des opérations de transmission et de distribution ;
- la restructuration doit se faire à un rythme qui permette la mise en place d'un secteur concurrentiel et décomposé.

Eau

Le secteur de l'eau a bénéficié plus tard que le secteur de l'électricité ou des télécommunications des investissements du secteur privé à cause, principalement, des problèmes juridiques, environnementaux et sociaux qui entourent la fourniture d'eau et son accessibilité. Si l'on est parvenu aujourd'hui à un engagement important du secteur privé dans la distribution d'eau (à Manille et à Djakarta), la majeure partie

des transactions a consisté en contrats CET avec des clauses, garanties par le gouvernement, de règlement inconditionnel de la totalité des installations. Outre ces difficultés, la localisation et l'état des réseaux d'eau souterrains et des nappes aquifères sont mal connus dans de nombreux pays.

Le document relatif au secteur de l'approvisionnement en eau se demande pourquoi, compte tenu des autres solutions possibles, les investisseurs privés devraient chercher à placer du capital dans un secteur exposé à autant d'aléas naturels, étatiques et financiers. L'eau, venant au hasard des pluies, est souvent estimée à tort comme un bien public gratuit en dépit des coûts de traitement et d'approvisionnement. La collectivité mal informée oppose donc souvent une résistance à l'engagement du secteur privé dans la fourniture d'eau, empêchant ainsi l'utilisation des meilleures pratiques mentionnées dans ce rapport.

L'expert fait remarquer que s'agissant des meilleures pratiques du secteur, la plupart des demandes s'adressent au gouvernement pour qu'il instaure des systèmes de réglementation sains et indépendants, des mesures de gestion des zones de captage et des lois qui fixent les tarifs et les modalités de recouvrement. Une fois ces mesures en place, on peut procéder à l'introduction de meilleures pratiques telles que l'octroi de concessions de fourniture d'eau. En leur absence, il suffit peut être tout simplement de sous-traiter certains services sous garantie de l'État ou de confier la fourniture globale CPET à des compagnies de fourniture d'eau du secteur public. Les caractéristiques de la situation et des politiques de réglementation et de privatisation variant énormément d'un pays à l'autre dans ce domaine, les meilleures pratiques varieront en conséquence.

Il existe un malentendu sur les limites de l'introduction des pratiques commerciales dans le secteur de la fourniture d'eau : celui de l'accessibilité. Le rapport fait remarquer que les pauvres payent souvent l'eau plus chère qu'ils ne le feraient si elle était fournie par des sociétés commerciales rentables. L'expérience a montré que les familles à faible revenu sont prêtes à payer pour un approvisionnement en eau de qualité (et ne sont pas hostiles à la PSP).

Les principales recommandations sont les suivantes :

- pour remporter l'adhésion du public, il est nécessaire d'exposer les avantages de la PSP dans le secteur de l'eau ;
- le point de départ de toute réforme du secteur est la mise en place d'un organe de haut niveau responsable de la direction et de la gestion du processus. Il sera chargé de coordonner et de faciliter à la fois la réforme et le processus de PSP. Cet organe pourra être intersectoriel ;
- si elle n'est pas essentielle aux réformes, l'introduction de droits négociables sur l'eau conduit à son utilisation rentable, surtout lorsqu'elle est rare et qu'elle a différents emplois ;

- la décomposition du secteur doit être maximale. La concession au secteur privé est le modèle qui devrait apporter les plus gros avantages, à la fois à la collectivité et à l'économie. Le gouvernement garde la propriété du réseau, tandis que les exploitants privés louent le droit à long terme d'utiliser les actifs et de collecter les recettes issues des services fournis. Les puissantes mesures d'encouragement financier destinées à réduire les gaspillages d'eau et à élargir les services se soldent par une augmentation des avantages ;
- si cela pose des problèmes politiques, la stratégie la plus efficace est alors de recourir aux accords CET, CPET et modernisation-exploitation-transfert afin d'attirer les compétences et les financements vers des projets urgents de fourniture d'eau. La procédure d'appel d'offres doit être menée avec soin, afin de garantir des coûts raisonnables, et les dispositions contractuelles ne doivent pas empêcher une évolution ultérieure vers des modèles plus compétitifs ;
- accompagnée d'une réforme des tarifs, la commercialisation/privatisation des installations d'approvisionnement en eau peut être bénéfique même à une étape intermédiaire si l'on a programmé l'introduction de la PSP ;
- la réforme des tarifs pour parvenir au recouvrement total des coûts est essentielle pour la PSP. Les subventions croisées pour les pauvres peuvent toujours être examinées dans la transparence ;
- le succès de la PSP dans le secteur de l'eau dépend de la création d'organes de réglementation sains et indépendants, de politiques de gestion des zones de captage et de lois sur la fixation des tarifs et le recouvrement des redevances ;
- les risques varieront probablement en fonction des pays et même des diverses compagnies de distribution d'eau au sein d'un même pays. Ils doivent être pris en charge par la partie la plus apte à les atténuer et à les gérer efficacement. Si aucune des deux parties ne semble avantagée en ce domaine, elles devront partager le risque.

Routes

En Asie, dans le secteur des routes, la PSP est devenue synonyme d'importants contrats CET pour des routes à péage. Elles ont été prévues là où la circulation est la plus intense : à l'intérieur et à proximité des capitales, et parfois le long de grands couloirs interurbains. Cet investissement privé a connu quelques succès, mais aussi de nombreux échecs. Après plus d'une décennie d'efforts concertés, les résultats ne sont pas à la hauteur des espérances. En effet, à part en RPC, un nombre étonnamment faible de projets a été mis en œuvre.

L'expert du secteur des routes a avancé trois raisons pour expliquer ces progrès modestes. La première est que les gouvernements n'ayant pas défini leurs politiques, ils ont souvent laissé au secteur privé le soin d'élaborer les projets. Deuxième raison : presque toutes les personnes impliquées dans ces projets pensaient que ces routes à

péage allaient être rentables sans aucun soutien de l'État. Or, cela n'a été que rarement vrai (mis à part le marché de la RPC, qui est considérée comme un cas à part). La troisième raison est qu'il a été difficile d'introduire les péages et les augmentations de tarifs comme promis dans ce secteur où tout le monde pense que les routes sont gratuites.

Il est néanmoins clair que la construction et la maintenance privée des routes publiques a produit de meilleurs résultats dans un contexte de concurrence adéquate et de méthodes efficaces d'exécution des contrats. Les efforts entrepris pour remplacer les cadres du secteur public par des dirigeants du secteur privé pour gérer le réseau public en sont à leurs balbutiements, même dans les pays industrialisés. Cela dit, les premiers résultats sont encourageants.

Partout dans le monde, la PSP apparaît sous des formes très diverses et la CET n'est pas loin d'être la plus difficile à mettre en œuvre. Parmi les autres formes, mentionnons les contrats de gestion de l'entretien, les concessions « livraison clé en main-exploitation-entretien » et « modernisation-exploitation-transfert ». Bon nombre de ces dispositions visent une amélioration de la maintenance et la modernisation du réseau existant (plutôt qu'un simple accroissement de capacité). Elles ont un champ d'application potentiel bien plus vaste que les projets CET. Pour l'avenir, il sera nécessaire d'améliorer le processus CET et d'élargir les applications des autres formes de PSP. Les principaux points à noter sont les suivants :

- les gouvernements doivent préparer l'environnement PSP. Cela exigera peut-être une restructuration de certaines institutions en vue de contrôler le processus PSP dans l'intérêt général et de créer un organe de réglementation indépendant des investisseurs. Un cadre juridique sain et un système de réglementation prévisible sont indispensables ;
- les gouvernements doivent identifier les projets PSP prioritaires. Cela exigera presque toujours une étude de faisabilité indépendante, consacrée plus particulièrement aux politiques de circulation et de tarification, à l'échelonnement du projet, aux questions d'intégration du réseau, à l'affectation des risques et aux questions de financement et de mise en œuvre ;
- les meilleures perspectives pour les projets CET se situent dans les pays à revenus moyens (où l'idée des péages est admise), le long de couloirs actuellement congestionnés, ou dans les zones mal desservies (les confluent d'estuaires/rivières, par exemple). Un flux réglementé de recettes issues d'une route à péage publique permet d'assurer le financement adapté du projet (c'est-à-dire qu'il convient pour les caisses de retraite et autres groupes d'investisseurs à long terme) ;
- les formes de participation du secteur privé autres que le CET (les concessions, par exemple) doivent être employées plus largement, car elles peuvent permettre de résoudre bon nombre des problèmes du secteur et créer simultanément une nouvelle industrie à forte croissance pour les sociétés de gestion des transports ;

- le principal risque est celui de la circulation. Il peut être partagé de telle sorte que le risque de base soit supporté par le secteur privé et que le gouvernement reçoive une part des avantages en période favorable tout en apportant une garantie en période défavorable si la circulation diminue ;
- la transparence et la concurrence sont essentielles dans le processus de passation des marchés ;
- le niveau maximal de soutien financier de l'État doit être défini dès le départ afin que le secteur privé puisse préparer des offres réalistes.

Ports

Dans le secteur portuaire, le transfert au secteur privé des activités de manutention du fret a été un véritable succès dans la plupart des cas, car il a permis de remplacer une gestion bureaucratique inefficace par une gestion à orientation commerciale. L'augmentation de la productivité et l'amélioration de la maintenance ont permis d'accroître la qualité du service, même si cela est moins flagrant dans les cas où il n'y avait pas de concurrence. L'investissement privé dans les infrastructures portuaires s'est généralement limité aux terminaux de fret existants et nouveaux. Les terminaux de transbordement ont enregistré les plus belles réussites, car ils dépendaient moins des marchés locaux et du transport terrestre. Les nouveaux ports industriels se sont développés plus lentement parce qu'ils étaient plus éloignés de leurs marchés et que les réseaux de transport étaient moins performants. Les infrastructures de base n'ont offert que peu de possibilités de recouvrement complet des coûts.

L'expert a remarqué que les opérateurs privés ont toujours été très impliqués dans ce secteur. Les services de transport terrestre et fluvial qui utilisent les ports sont presque entièrement détenus par le secteur privé. La quasi-totalité du fret qui transite par les ports est privé. Le secteur privé fournit toute une gamme de services complémentaires pour simplifier les transactions et la logistique de ce fret. A l'intérieur des limites du port public, les propriétaires de fret, les transporteurs et les agents maritimes participent activement aux décisions concernant la manutention et l'entreposage du fret. Le rôle du secteur public est de posséder, de développer et de gérer les infrastructures portuaires de base et les installations destinées aux usagers courants.

Le processus de privatisation des ports a rarement entraîné une privatisation pure, car le terrain et les infrastructures se vendent rarement. Au contraire, le secteur privé participe à des opérations et investit dans des équipements et des installations. Le processus n'est pas monolithique en raison de la diversité et de la complexité des ports et des services qu'ils fournissent. Il peut être subdivisé en trois composantes : *i*) la réforme institutionnelle ; *ii*) la dépossession des services et des actifs existants ; *iii*) l'investissement dans de nouveaux équipements et services. On peut les mettre en œuvre séparément ou ensemble. Pour chaque composante, il existe une multitude de partenariats public-privé possibles. Les principaux points permettant l'adoption de meilleures pratiques sont les suivants :

- le processus d'appel d'offre doit favoriser la décomposition du réseau, mais aussi des services offerts par les ports. Les ports non viables financièrement ne doivent pas être associés aux ports rentables, mais ils doivent être traités comme des équipements autonomes dépendant du gouvernement local ou placés sous contrat de gestion à la suite d'un appel d'offre concurrentiel ;
- le modèle du propriétaire est la structure idéale pour promouvoir la PSP, parce qu'elle s'ajuste à différents types de partenariat public-privé tout en reconnaissant que la seule responsabilité définitive du secteur public tient dans le fait qu'il possède le site ;
- la procédure la plus rentable et la plus efficace pour promouvoir la PSP dans le secteur portuaire est le leasing des installations existantes dans le cadre de contrats à relativement court terme, qui permettent la réorganisation et l'amélioration de productivité. Par la suite, des accords de concession pourront être utilisés pour favoriser l'investissement privé dans de nouvelles capacités. Si ces capacités sont nécessaires immédiatement, ou si des problèmes de main-d'œuvre rendent difficile le leasing des installations existantes, les accords de concession peuvent précéder les contrats de leasing ;
- l'investissement public sera toujours nécessaire, car le secteur privé ne veut pas attendre trop longtemps pour récupérer les coûts des infrastructures de base. L'investissement public peut aussi être nécessaire pour réduire les barrières à l'entrée : cela peut permettre à un nouveau concurrent de ne pas avoir à investir d'énormes capitaux avant de pouvoir concurrencer des prestataires existants ;
- le meilleur moyen de réglementer les tarifs est de réglementer le marché. On peut aussi y parvenir par le biais du contrat, qui identifie les services non concurrentiels exigeant une réglementation, fixe les taux maximaux, donne la formule de révision de ces taux dans le temps et stipule les procédures d'arbitrage en cas de comportement discriminatoire abusif par rapport à la seule fixation commerciale des prix. Un troisième moyen tient dans l'institution d'un organe de réglementation extérieur au port, qui appliquerait une formule de fixation des prix liée au recouvrement des coûts. Tous ces moyens sont préférables à une vague procédure de négociation pour la modification ultérieure des tarifs ;
- le secteur privé doit supporter tous les risques commerciaux. Les autres risques doivent être négociés selon les capacités d'atténuation propres aux deux parties ;
- le facteur crucial dans tout effort de promotion de la PSP est la concurrence, ou au moins la possibilité de concurrence. On peut y parvenir par la concurrence directe entre les prestataires de services du secteur privé, entre prestataires privés ou publics, ou entre soumissionnaires dans le cas d'une activité ne permettant pas la concurrence directe.

Aéroports

Dans le secteur des aéroports, la PSP dans les opérations de terminaux a permis des améliorations significatives des résultats financiers et de la qualité du service. Les investissements du secteur privé se sont considérablement accrus au cours des cinq dernières années, alors qu'il n'y avait eu que peu d'investissements de capitaux dans les aéroports depuis les années 70 malgré un trafic aérien qui a quintuplé. Les aéroports faisaient face à ce trafic en augmentant la taille des avions, en améliorant le contrôle aérien et la conception des pistes, en créant des pistes doubles et en agrandissant les terminaux. Cette époque est révolue et la plupart des pays ont désormais besoin d'investir dans de nouveaux aéroports. Or, ces investissements sont énormes, complexes et souvent discutables.

Les questions stratégiques concernent la meilleure façon d'organiser les aéroports et les groupes d'aéroports pour obtenir une satisfaction maximale des clients. L'expert du secteur des aéroports n'a pas trouvé beaucoup de preuves prouvant que l'exploitation d'aéroports multiples produit de grandes économies d'échelle ; mais il n'a pas non plus fait la preuve du contraire. La fragmentation de la propriété des aéroports au moment de la privatisation ne se justifie donc que s'il y a équilibre entre les frais de la restructuration visibles et payables d'avance d'une part, et les avantages, peut-être moins tangibles, de la concurrence accrue qui résulte de cette fragmentation, d'autre part. Les avantages de la concurrence ne sont en effet pas clairs dans ce secteur, principalement parce que les grands aéroports desservent surtout des marchés régionaux différents.

Au Royaume-Uni, les autorités ont considéré que tout avantage concurrentiel potentiel tiré d'une fragmentation de la British Airport Authority avant privatisation aurait été neutralisé par les coûts de restructuration. En Australie, au contraire, le gouvernement a préféré opter pour la restructuration et pour une réduction radicale de la concentration du secteur, mettant l'accent sur les avantages d'une politique concurrentielle inter-aéroport pour le trafic international des longs courriers. Les autres avantages de la fragmentation de propriété découlent de la concurrence de référence, laquelle permet aux organes de réglementation d'évaluer plus efficacement les performances de chaque exploitant, et de l'introduction d'un élément restreint de concurrence en créant une rivalité entre les différents exploitants. L'expert de ce secteur a constaté que le modèle australien se soldait par des avantages plus importants. Les principales recommandations pour le sous-secteur des aéroports sont les suivantes :

- la privatisation des aéroports doit être encouragée par l'adoption d'une législation de type CET ou de textes similaires qui montrent que l'État reconnaît la nécessité de la PSP dans la fourniture des infrastructures. Il est également important que le gouvernement puisse démontrer que tout projet transmis au secteur privé est économiquement viable ;
- pour la démarche optimale, la privatisation totale, fondée sur le transfert d'actifs ou l'acquisition par l'intermédiaire de leasing à long terme est préférable aux formes plus restrictives de PSP (mais requiert également des cadres juridiques et réglementaires plus stricts) ;

- pour la restructuration du secteur, rien ne prouve qu’il existe des économies d’échelles significatives autres que celles associées à l’augmentation de la densité du trafic en un lieu donné. La PSP peut donc s’effectuer au niveau d’aéroports isolés (bien que les installations puissent nécessiter un regroupement pour soutenir le financement de nouveaux projets ou d’importantes extensions de capacité) ;
- l’existence d’aéroports non rentables ne justifie pas le maintien de la forte concentration de ce secteur pour faciliter les subventions croisées ;
- un partage limité des risques de trafic et de recettes (entre le partenaire privé et l’État) se justifie dans les contrats de CET ou de concession dans ce secteur ;
- le libellé de certaines des charges d’aéroport (voire de toutes) en dollars américains peut être un moyen efficace de se protéger du risque de change et peut réduire de manière significative la prime de risque exigée par les investisseurs privés ;
- les avantages de la PSP dans le secteur des aéroports seront maximisés par la mise en place de cadres réglementaires intégrant des bonnes pratiques de gestion des affaires publiques. La fixation de prix-plafonds pour limiter les charges devrait permettre de meilleures performances qu’une démarche qui fonderait la réglementation sur le taux de rentabilité ;
- la concurrence pour ce marché, que ce soit par la vente, le leasing ou les contrats CET/concession, sera maximisée par des procédures transparentes d’appels d’offres et de vente.

Le rôle de la Banque asiatique de développement²

La crise a fait ressortir le besoin urgent de renforcement institutionnel et de réformes de gestion des affaires publiques dans les secteurs de la finance et des infrastructures, deux domaines dans lesquels la BAD peut jouer un rôle important. L’étude identifie un certain nombre de façons dont la BAD peut contribuer aux réformes nécessaires pour une plus forte PSP dans les infrastructures. La plus évidente consiste à offrir son assistance technique pour la définition des objectifs d’orientation, l’élaboration de plans directeurs pour le réseau, l’identification et l’évaluation des projets, la définition du rôle des nouveaux organismes de réglementation et la formation des agents à leurs nouvelles fonctions, et la préparation des contrats et la négociation avec le secteur privé. Les efforts de la BAD pour encourager une réforme du secteur financier et développer les marchés de capitaux à long terme (mais aussi pour améliorer les lois sur la banqueroute et la réglementation de la dette publique et des marchés des actions) seront également importants.

Pour jouer un rôle primordial dans ce domaine, la BAD doit faire le lien entre la promotion de la PSP et son activité actuelle de financement de projets. Elle peut offrir une aide directe aux investisseurs du secteur privé par l’intermédiaire de son service « secteur privé » et par ses opérations de garantie. Plus important encore, la

BAD doit accorder des prêts souverains pour compléter, et non concurrencer, les investissements du secteur privé sous la forme de partenariats entre les secteurs privé et public. Les opérations de prêt aux projets du secteur public doivent en outre servir à financer les infrastructures de base qui ne peuvent être intégrées dans des investissements financièrement viables pour le secteur privé, mais qui apportent des avantages économiques non négligeables et améliorent l'efficacité du secteur. Les opérations de prêt aux programmes constituent un autre moyen essentiel de promouvoir les réformes nécessaires. La BAD finance alors les coûts d'ajustement par étapes pour l'achèvement ou l'exécution satisfaisante d'actions publiques visant à stimuler la PSP et la restructuration sectorielle. Cette démarche donne à la BAD un moyen de pression sur les décisions et les actions gouvernementales destinées à soutenir la réforme. Les différents pays devront définir une stratégie afin de déterminer les secteurs de développement qui bénéficieront de financements gouvernementaux sous la forme de prêts souverains, de recettes des administrations publiques et d'emprunts d'État et ceux qui devront être financés par l'investissement privé. Ils devront également se charger de la coordination des différentes formes d'aide de la BAD.

En mars 2000, la BAD a approuvé une nouvelle stratégie de développement du secteur privé qui reconnaît l'importance d'un secteur privé dynamique pour une croissance rapide et durable et pour l'éradication de la pauvreté, objectif premier de la BAD. Conformément à cette stratégie, la BAD utilisera ses possibilités d'action dans les secteurs public et privé pour s'attaquer aux problèmes qui entravent non seulement la croissance du secteur privé dans les pays en développement membres de la BAD, mais aussi la contribution de ce secteur à l'éradication de la pauvreté. La stratégie s'organise autour de trois axes : les deux premiers, qui concernent les opérations de la BAD avec le secteur public, sont le soutien aux gouvernements des pays en développement membres de la BAD dans la création de conditions favorables aux échanges, et le développement d'ouvertures commerciales dans les projets du secteur public que la BAD finance. Le troisième, qui sera lié aux opérations de la BAD avec le secteur privé, devra catalyser les investissements privés par l'intermédiaire du financement direct, de l'augmentation du crédit et des outils d'atténuation des risques. Tous les instruments de la BAD en matière de conseil et de financement seront mis en œuvre pour soutenir cette stratégie qui se concentrera sur les quatre domaines prioritaires suivants : *i*) la gestion des affaires dans les secteurs public et privé ; *ii*) les intermédiaires financiers ; *iii*) les partenariats entre les secteurs public et privé ; *iv*) la coopération régionale et sub-régionale.

DEUXIÈME PARTIE

APPLIQUER LES MESURES NÉCESSAIRES

Allocution d'ouverture

*Stéphane Pallez**

Le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, Laurent Fabius, et le directeur du Trésor, Jean-Pierre Jouyet, n'ont malheureusement pu être présents eux-mêmes pour ouvrir ce Forum. Ils m'ont donc demandé de vous transmettre en leurs noms ce message de bienvenue et de souligner toute l'importance que prend ce séminaire pour le ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie.

Permettez-moi, tout d'abord, d'adresser mes remerciements au président Chino qui effectue le déplacement depuis Manille et au Centre de Développement de l'OCDE qui est un élément très important de la parfaite organisation de ce Forum.

Nous sommes aujourd'hui frappés par la capacité de rebond impressionnante des pays touchés par la crise. Ce rebond, qui a surpris beaucoup d'observateurs, peut être attribué à quelques facteurs essentiels : d'abord, la mobilisation de la communauté financière internationale qui a été à la fois rapide et d'une très grande ampleur ; ensuite, le fait que les économies asiatiques aient su tirer parti d'un certain nombre de facteurs favorables parmi lesquels la forte croissance des économies américaines et européennes, la remontée du yen et la stabilité de la monnaie chinoise, l'importance du commerce intra-zones en Asie ; enfin, et surtout, la mise en œuvre de réformes structurelles de grande ampleur qui se sont attaquées aux causes profondes de la crise.

Quelles sont ces réformes et pourquoi faut-il les poursuivre ?

D'abord, les pays asiatiques doivent mieux mobiliser leurs ressources internes, et au premier rang de ces ressources, la richesse humaine. L'investissement dans le capital humain est donc une priorité pour ces économies tant sur le plan social que sur le plan économique.

* Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie de la France.

L'autre caractéristique des économies asiatiques, c'est leur taux d'épargne élevé. Ce qui est aujourd'hui fondamental, c'est que ce taux d'épargne élevé puisse se traduire par une allocation efficiente des ressources. C'est pourquoi nous attachons une grande importance à la restructuration des secteurs financiers afin qu'ils puissent jouer leur rôle d'allocation de cette épargne qui est un facteur essentiel de la solidité de ces économies.

Ensuite, il faut continuer à attirer l'investissement étranger. L'Asie est une zone de forte attraction de cet investissement mais le dynamisme de la croissance ne suffit pas. Il faut aussi continuer à améliorer les pratiques de bonne gestion et la sécurité juridique de l'investissement, comme l'a montré la crise.

Enfin, la dernière leçon que nous pouvons tirer de cette crise est que l'interdépendance des économies asiatiques milite en faveur de la mise en œuvre de mécanismes de coopération régionale. Dans la plupart des pays, la part des échanges commerciaux dirigés vers l'Asie se situe autour de 50 pour cent et les économies asiatiques sont largement concurrentes sur des marchés tiers.

Tout ceci crée de fortes interdépendances et milite en faveur de stratégies de change coopératives. L'Europe est sur ce point prête à partager avec les pays asiatiques son expérience en matière de coopération et accueille positivement tout progrès vers une meilleure coordination des politiques économiques, la promotion de stratégies de change coopératives et l'exercice d'une surveillance régionale. A cet égard, l'initiative de Chiang Mai participe de la volonté des pays asiatiques de renforcer les mécanismes existant. Elle nous semble positive dans la mesure où, à l'instar du processus qui a abouti à l'Union économique et monétaire en Europe, elle se place résolument dans le cadre du système de Bretton-Woods. En effet, un système de coopération régionale est indissociable pour nous d'un dispositif de prévention des crises où le FMI joue un rôle central.

La communauté financière internationale doit pour sa part continuer à assumer ses responsabilités afin de créer un cadre favorable au développement de ses économies. Nous ne reviendrons pas sur la responsabilité des pays industrialisés envers les pays émergents, ni sur les efforts très importants qui sont fournis en matière d'aide publique au développement par l'Union européenne et par la France (qui est le troisième donateur en valeur absolue après le Japon et les États-Unis et le premier du G7 en pourcentage de l'APD rapportée au PIB).

En matière multilatérale, les États membres de l'Union européenne forment le premier actionnaire de la Banque mondiale et de la Banque asiatique de développement. Sur un plan bilatéral, l'Union européenne et le Japon apportent chacun plus de 40 pour cent de l'aide bilatérale en Asie. En complément de ces efforts d'aide, les marchés des pays industrialisés doivent rester ouverts comme cela a été affirmé par Laurent Fabius lors de la conférence ABCDE de juin 2000.

Enfin, un sujet très important pour la communauté internationale est le développement d'une action contre les juridictions non coopératives qui misent sur un modèle de développement fondé sur le « moins-disant » réglementaire, ce qui nous paraît un danger pour l'équilibre du développement et un facteur de crise.

La communauté internationale a réalisé récemment trois avancées essentielles en cette matière : *i*) en publiant la liste du Fonds de stabilité financière (FSF) sur les centres *offshore* présentant des déficiences en matière de régulation prudentielle ; *ii*) en publiant le rapport du Groupe d'action financière internationale (GAFI) sur les États présentant des déficiences en matière de lutte contre le blanchiment des capitaux ; *iii*) en publiant la liste de l'OCDE sur les paradis fiscaux.

La conclusion préliminaire que nous pouvons tirer de ces décisions multilatérales est qu'elles montrent la détermination de la communauté financière internationale à lutter contre les « trous noirs » du système monétaire et financier et donc à prendre les actions nécessaires pour que ces listes « se réduisent » de plus en plus. Le message commun est clair à travers ces trois listes. Il n'est pas possible que l'aide au développement profite à des pays qui choisissent de ne pas respecter les règles internationales et sont donc à l'origine de risques importants pour le système monétaire et financier international.

Nous allons donc plaider fortement pour que les travaux du FSF et du GAFI soient pris en compte par les institutions financières internationales, le FMI, la Banque mondiale, les Banques régionales de développement — et notamment la Banque asiatique de développement — parce que ces institutions ont un mandat en matière de respect des standards prudentiels et de lutte contre le blanchiment. Nous encouragerons le dialogue entre ces institutions financières internationales et les pays concernés, mais nous pensons que nous devons désormais clairement intégrer cette dimension dans nos programmes et politiques à l'égard de ces pays.

La France continuera d'être à la pointe de ces initiatives et compte sur un soutien actif de l'OCDE et de la Banque asiatique de développement au côté de notre institution pour les mettre en œuvre.

Permettez-nous de revenir à l'Asie et de souhaiter que cette année « du dragon » marque pour les pays asiatiques le début d'un nouveau cycle de croissance dont il nous appartient à tous d'assumer la soutenabilité et dont nous bénéficierons évidemment tous également. La croissance est un bien public dont nous partageons la responsabilité.

Discours de bienvenue

*Jorge Braga de Macedo**

Pour la sixième année consécutive, le Centre de Développement de l'OCDE a le privilège d'organiser ce Forum en partenariat avec la Banque asiatique de développement. Je suis très heureux d'être ici aujourd'hui avec Monsieur Tadao Chino, président de la Banque asiatique de développement et co-président de cette manifestation. Je souhaite également saluer Madame Christine Wallich, directrice des secteurs Infrastructure, Énergie et Finances de la Banque asiatique de développement, et la remercier d'avoir accepté de dire quelques mots d'introduction pour le prochain panel, la ministre néerlandaise ayant dû annuler son voyage à la dernière minute. Grâce à Madame Wallich, l'équilibre entre hommes et femmes sera respecté, comme il se doit.

Ce Forum intervient à un moment qui pourra paraître, rétrospectivement, déterminant dans cette période d'après crise : **peut-on maintenir l'élan de la réforme ?**

Comme Ulrich Hiemenz et Tadao Chino l'avaient souligné l'année dernière dans leurs remarques de bienvenue, réunies aujourd'hui dans un ouvrage de la collection « Séminaires » du Centre de Développement¹, les progrès réalisés depuis le début de la crise sont considérables. On parlait déjà de reprise rapide, de rebond et de solidité — cela ne fait que continuer. La balance des opérations courantes des pays de la région s'est stabilisée, les monnaies se sont renforcées, et si l'investissement reste modéré, il est constant. L'ouverture des économies s'est accélérée, les pays sont sensibilisés à l'importance d'une bonne gouvernance et se concentrent davantage sur leurs véritables avantages concurrentiels.

Tadashi Yamamoto indique, dans une publication récente sur le changement des valeurs en Asie du Centre japonais pour les échanges internationaux², que la crise de 1997-98 a conduit les chercheurs asiatiques à s'interroger sur les soi-disant « valeurs asiatiques » : sont-elles un atout ou un handicap ? De toute évidence, comme il l'observe dans son ouvrage sur la gouvernance et la société civile au Japon³, « le principe de base selon lequel tout ce qui est public est l'affaire des autorités, et qui revient à faire de la bureaucratie l'arbitre exclusif de l'intérêt public », a été sérieusement ébranlé.

* Président du Centre de Développement de l'OCDE.

Ma propre évaluation des perspectives asiatiques met l'accent sur l'équilibre entre globalisation et gouvernance. C'est aussi le fil directeur de l'actuel programme de travail du Centre de Développement et des principes à mettre en œuvre en 2001-02.

Mais revenons à la reprise économique. Certains analystes financiers ont brusquement revu à la baisse leurs prévisions de croissance pour la région. La croissance étant dans une large mesure entretenue par les exportations, la capacité de la région à maintenir la reprise pourrait dépendre de facteurs externes — poursuite de l'expansion aux États-Unis, qui permettrait à ce pays de continuer d'absorber les exportations asiatiques, ou redynamisation de l'économie japonaise.

En relevant ses taux d'intérêt, la Réserve fédérale américaine cherche à ménager un atterrissage en douceur, en ralentissant le taux de croissance et le taux d'absorption des importations. Le Japon aperçoit le bout du tunnel, mais on ne sait pas encore s'il pourra renouer de manière soutenue avec des taux de croissance de l'ordre de 3 pour cent.

A l'heure de la globalisation, cette interdépendance est logique et il n'est pas surprenant de constater que le bien-être de chaque pays dépend de l'expansion de l'économie mondiale dans son ensemble.

Cela fait un certain temps déjà que l'OCDE insiste sur ces interdépendances : ainsi, des travaux novateurs réalisés au Centre de Développement ont quantifié l'interdépendance entre les pays Membres de l'OCDE et l'Asie, avec notamment les grands pays que sont la Chine, l'Inde et l'Indonésie⁴. Helmut Reisen, entre autres, a étudié les opportunités et les défis pour une croissance durable que suscite l'arrivée de ces trois géants asiatiques sur le devant de la scène mondiale, économique, politique et environnementale.

L'étude du Centre de Développement affirmait que la globalisation économique actuelle se traduit par une coïncidence historique des intérêts des pays Membres et non membres de l'OCDE, car des interdépendances économiques plus étroites sont propices à une croissance soutenue, à l'amélioration des niveaux de vie, à la disparition de la pauvreté et à des pratiques respectueuses de l'environnement.

L'étude de l'OCDE utilisait quant à elle un modèle d'équilibre général pour présenter deux scénarios possibles pour l'économie mondiale en 2020. Leurs résultats montraient que tous les pays pourraient tirer le meilleur parti de la globalisation, à condition de réformer activement leur politique. S'ils le faisaient, les pays d'Asie pourraient combler une partie de leur différentiel de revenu avec les pays de l'OCDE, et la Chine pourrait afficher le PIB le plus élevé au monde d'ici 2020⁵.

Cette étude montrait également qu'un développement économique et social soutenu passe par la poursuite assidue des réformes de politique : en d'autres termes, les pouvoirs publics doivent continuer leurs efforts pour améliorer la gouvernance. Bonne gouvernance et globalisation ne sont pas simplement complémentaires : elles se conditionnent mutuellement et ne peuvent avancer que de concert.

La bonne gouvernance et les relations avec les pays non membres de l'OCDE sont deux des priorités retenues par l'OCDE pour 2001 et 2002. La gouvernance est complexe et multiforme, et couvre de nombreux domaines ; elle renvoie à l'ensemble

du tissu économique, social et politique d'un pays. Le Centre de Développement a d'ores et déjà consacré des ressources substantielles à des travaux empiriques sur la gouvernance dans les secteurs public et privé. Deux de ces travaux sont particulièrement pertinents pour l'Asie.

Une récente étude réalisée pour le Centre de Développement par Shang-Jin Wei, qui travaille aujourd'hui à la Brookings Institution, à Washington, conclut que la corruption affecte la composition des flux de capitaux d'un pays d'accueil au point de rendre ce dernier plus vulnérable en cas de crise monétaire⁶. Si la corruption réduit significativement la part de l'investissement direct étranger, elle n'a pas d'influence sur les autres formes de financement international. En effet, les investisseurs directs étrangers sont plus souvent appelés à interagir de manière répétée avec les responsables locaux (pour les autorisations, les taxes, les inspections sanitaires, etc.) que ne le sont les banques étrangères ou les investisseurs de portefeuille, ce qui accroît la nécessité de verser des pots-de-vin et de faire face aux extorsions de fonds de la part de l'administration locale. En outre, l'investissement direct étranger suppose des coûts irrécupérables plus élevés que ceux induits par les prêts bancaires ou les flux de portefeuille, ce qui place les investisseurs directs dans une position de négociation moins favorable que celle des investisseurs qui misent sur des actifs plus liquides.

C'est finalement la croissance qui en pâtit, comme le prouve la contribution de Reisen et Soto⁷ : l'IDE et les investissements de portefeuille exercent un effet indépendant significatif sur la croissance, tandis que d'autres formes de financement international peuvent faire obstacle à la croissance dans les pays dont les systèmes financiers sont insuffisants.

Le second travail a trait au gouvernement d'entreprise. Une table ronde sur le gouvernement d'entreprise en Asie a été organisée conjointement avec la Banque asiatique de développement, sous les auspices du Forum mondial sur le gouvernement d'entreprise de l'OCDE et de la Banque mondiale. Charles Oman, qui dirige nos travaux sur le gouvernement d'entreprise et a pris l'initiative d'un atelier dans lequel sept études de cas ont été débattues⁸, a pris part à cette réunion.

Il faut reconnaître que chaque pays d'Asie est en train de restructurer activement son secteur financier et son secteur des entreprises. Des réformes ont été proposées ou mises en œuvre dans les domaines de la propriété des entreprises, de la participation et la protection des actionnaires, de la transparence et la divulgation des informations, ainsi que des procédures de faillite, afin de renforcer la protection des actionnaires minoritaires et des créanciers.

Il reste néanmoins à s'entendre sur un grand nombre de questions. Ainsi en Asie, les vrais détenteurs du pouvoir dans l'entreprise (propriétaires dirigeants) semblent dans leurs actes, si ce n'est toujours dans leur discours, moins convaincus de la nécessité d'un changement significatif dans les pratiques du gouvernement d'entreprise que ne le sont de nombreuses instances publiques de réglementation des marchés des titres, les comptables et les auditeurs, les dirigeants des bourses ainsi que les représentants des banques centrales et des organisations multilatérales. Ces derniers n'osent pas non plus espérer que les partisans de telles évolutions parviendront bientôt à leurs fins dans la région.

Des changements sont néanmoins intervenus dans certains pays sous l'impulsion d'un petit nombre d'entrepreneurs — et d'un nombre tout aussi faible de dirigeants d'entreprise — qui cherchent à attirer des financements externes significatifs de la part des investisseurs internationaux (et surtout des fonds établis dans les pays de l'OCDE) ou à vendre des actions, par exemple aux États-Unis (sur le NASDAQ, en l'occurrence). Ainsi, en Inde, les entreprises locales sont ravies de constater qu'un bon gouvernement d'entreprise et l'adoption des normes internationales pour la comptabilité et la divulgation des informations financières leur ouvrent l'accès aux marchés des capitaux américains : la société indienne Infosys a fait une entrée très réussie au NASDAQ en mars 1998. Et on ne compte plus les exemples analogues.

Ce nouvel accès aux marchés financiers internationaux procure des avantages qui vont bien au-delà de conditions plus favorables accordées aux projets prometteurs. L'attention des créanciers et des agences de notation améliore la gouvernance et facilite la mise en commun d'expériences entre l'entreprise, le secteur et l'ensemble de l'économie nationale. De toute évidence, cette évolution a aussi un coût : tant les textes publiés à l'occasion du 10^e Forum international sur les perspectives latino-américaines⁹ que les actes du panel sur les taux de change dans les pays en développement que nous avons organisé lors de la conférence ABCDE (Conférence annuelle des banques sur l'économie du développement) contiennent des termes empruntés à d'autres domaines tels que « arrêt brutal¹⁰ », « pêché originel¹¹ » ou « peur du flottement¹² ». On retrouve de telles analogies dans les travaux récents de Masaru Yoshitomi, ancien administrateur de l'OCDE qui m'a fait découvrir l'Asie il y a une vingtaine d'années et que j'ai retrouvé récemment, à la tête de l'Institut de la BAD à Tokyo.

C'est la raison pour laquelle les avancées de la gestion du risque sont tellement tributaires du couple globalisation/gouvernance auquel aspirent les pays d'Asie dans leur stratégie de redressement. Malgré tous les obstacles, d'ordre technique, managérial et même politique, les marchés émergents pourront échapper à la malédiction géographique s'ils prennent l'habitude de se décider en toute connaissance des risques. Voilà qui devrait être à la portée du plus grand des continents, surtout si ses principaux acteurs continuent de conjuguer à leur manière globalisation et gouvernance¹³.

Le fait que la géographie ne soit plus une malédiction est peut-être le meilleur des effets de la globalisation, pour autant que la bonne gouvernance le permette.

Cela débouche sur plusieurs questions importantes :

- que faire pour garantir une reprise durable de l'Asie, même en cas de ralentissement de la croissance aux États-Unis ?
- comment maintenir l'élan de la réforme en vue d'améliorer la gouvernance ?
- quels sont les meilleurs moyens de mobiliser les ressources, publiques et privées, en faveur d'un développement équitable ?

Le défi d'aujourd'hui, relevé dans les contributions qui suivent, consiste à mieux comprendre les pays d'Asie dans leur diversité et à tracer la route pour l'avenir.

Notes

1. Ramesh, A. et U. Hiemenz (dir. pub.) (2000), *Vers la stabilité financière en Asie*, séminaire du Centre de Développement de l'OCDE, Banque asiatique de développement et OCDE, Manille et Paris.
2. Han, S.-J. (dir. pub.) (1999), *Changing Values in Asia: Their Impact on Governance and Development*, Japan Center for International Exchange, Tokyo.
3. Yamamoto, T. (dir. pub.) (1999), *Deciding the Public Good: Governance and Civil Society in Japan*, Japan Center for International Exchange, Tokyo.
4. Centre de Développement de l'OCDE (1995), *Interdépendance mondiale : les liens entre l'OCDE et les grandes économies en développement*, OCDE, Paris ; OCDE (1997), *Le Monde en 2020 : Vers une nouvelle ère mondiale*, OCDE, Paris.
5. L'ouvrage d'Angus Maddison va dans le même sens : Maddison (1998), *L'Économie chinoise — une perspective historique*, Étude du Centre de Développement, OCDE, Paris.
6. Cette contribution s'inspire d'une étude du même auteur : Wei, S.-J. (1997), "How Taxing is Corruption on International Investors", *Review of Economics and Statistics*. Ce texte fut ensuite présenté lors d'une pré-conférence sur la prévention des crises monétaires, qui s'est tenue au National Bureau of Economic Research, en juillet 2000, et sera par la suite publié par l'institut NBER dans un volume consacré à cette conférence.
7. Voir Helmut Reisen et Marcelo Soto, dans cet ouvrage.
8. Voir notamment les contributions consacrées au gouvernement d'entreprise en Inde, en Chine et en Malaisie, disponibles sur demande auprès de Charles Oman@oecd.org : Goswami, O. (à paraître), *The Tide Rises, Gradually: Corporate Governance in India*, Centre de Développement de l'OCDE, OCDE, Paris ; Lin, C. (à paraître), *Private Vices in Public Places: Challenges in Corporate Governance Development in China*, Centre de Développement de l'OCDE, OCDE, Paris ; Thillainathan, R., R. Nathan et S. Kandia (à paraître), *An Assessment of Corporate Governance in Malaysia*, Centre de Développement de l'OCDE, OCDE, Paris.
9. Hiemenz, U. et R. Hausmann (2000), *Mondialisation financière : le point de vue de l'Amérique latine*, Banque interaméricaine de développement et OCDE, Washington, D.C. et Paris.

10. Voir Calvo, G.A. (1998), “Capital Flows and Capital Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops”, *Journal of Applied Economics*, vol. 1, n° 1, Centro de Estudios Macro-Económicos, Argentine. Voir aussi Calvo, G.A. et C.M. Reinhard (1999), “When Capital Flows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options”, in Kenen, P., M. Mussa et A. Swoboda (1999), *Key Issues in Reform of the International Monetary and Financial System*, FMI, Washington, D.C.
11. Voir Hausmann, R. (2000), « Quels dispositifs de change pour le nouveau système financier international ? », in Hausmann, R. et U. Hiemenz (dir. pub.), *Mondialisation financière : le point de vue de l'Amérique latine*, Séminaire du Centre de Développement de l'OCDE, Banque interaméricaine de développement et OCDE, Washington, D.C. Paris.
12. Voir Calvo, G.A. et C.M. Reinhard (2000), “Fear of Floating”, contribution présentée à l'Institut NBER ; voir aussi Calvo, G.A. (2000), “The Case for Hard Pegs in the Brave New World of Global Finance”, panel de la conférence ABCDE sur les taux de change dans les pays en développement.
13. Dans ce volume, José Braz expose les conséquences de « l'appréhension du risque dans les mouvements de capitaux ».

Discours d'introduction

*Tadao Chino**

Comme toujours, la Banque asiatique de développement (BAD) se réjouit vivement de l'occasion qui lui est donnée d'organiser ce Forum conjointement avec le Centre de Développement de l'OCDE, afin d'échanger des points de vue et de dialoguer avec ses pays membres européens.

En ce début de millénaire, l'Asie est confrontée à de nombreux problèmes cruciaux : malgré les avancées significatives de ces dernières décennies, la misère, l'analphabétisme, la malnutrition et les nuisances environnementales sont toujours à des niveaux inacceptables. Aujourd'hui encore, près de 30 pour cent des Asiatiques sont privés d'eau potable, et quelque 70 pour cent n'ont pas accès à l'assainissement. En Asie du Sud, pratiquement la moitié des adultes sont analphabètes et, sur l'ensemble de la région Asie, environ 900 millions de personnes continuent de vivre dans la pauvreté. Cela signifie, à l'échelle du monde, que près des deux tiers des pauvres vivent en Asie. Pour gagner la guerre mondiale contre la pauvreté, nous devons commencer la lutte en Asie, qui doit devenir le fer de lance de ce combat si nous voulons réduire de moitié ce fléau à l'horizon 2015. La réduction de la pauvreté constitue donc l'objectif numéro un pour l'Asie et le Pacifique, ainsi que pour la BAD. Comment y parvenir ? Notre stratégie repose sur les trois piliers : *i*) une croissance économique durable et favorable aux pauvres ; *ii*) le développement social ; *iii*) une bonne gouvernance.

Pour l'emporter, les pays d'Asie, et la BAD, doivent avoir les moyens d'agir, grâce à des ressources appropriées. Considérons le premier pilier de notre stratégie : une croissance économique durable et favorable aux pauvres. Pour maintenir et accélérer la croissance économique, il faut bien évidemment des investissements, et donc mobiliser les ressources nécessaires à leur financement. Le thème de discussion que nous avons retenu pour ce sixième Forum international sur les perspectives asiatiques — « Comment mobiliser des ressources pour le développement ? » — revêt donc une importance cruciale si nous entendons réduire la pauvreté et améliorer les conditions de vie de tous les êtres humains, afin que chaque habitant de cette planète puisse vivre dans la dignité et l'espoir.

* Président, Banque asiatique de développement.

Quatre éléments sont, à mon avis, essentiels aux économies asiatiques pour améliorer la mobilisation des ressources consacrées au développement : *i*) la mobilisation des ressources nationales ; *ii*) le recours accru à l'investissement étranger à long terme, dont l'investissement direct étranger (IDE) ; *iii*) une utilisation plus rationnelle de l'investissement, qui passe par la poursuite de la réorganisation des organismes financiers et des entreprises ; *iv*) un travail en partenariat et une coordination entre secteurs privé et public pour la mobilisation des ressources. Tout réside dans la complémentarité de ces deux secteurs.

Mobilisation des ressources nationales

Dans de nombreux pays d'Asie, et tout particulièrement d'Asie du Sud-Est, le taux d'épargne par rapport au produit intérieur brut est l'un des plus élevés au monde. Cependant, beaucoup d'entre eux n'ont pas su utiliser pleinement ce niveau d'épargne à des fins productives, en raison des dysfonctionnements de leur marché financier et de leur marché des capitaux. Le principal défi qui se pose donc à ces pays est la transformation de cette forte épargne en des moyens plus productifs, *via* des mécanismes garantissant la qualité de l'investissement.

Une trop forte dépendance vis-à-vis des capitaux étrangers à court terme pour financer l'investissement à long terme rend une économie vulnérable aux chocs externes — c'est la première leçon que l'on peut tirer de la récente crise asiatique. Outre les risques accrus liés aux écarts entre taux de change et entre dates d'échéance, cette crise a montré que les capitaux étrangers à court terme pouvaient se retirer rapidement. C'est un problème qui se pose de fait à l'échelle de la planète. Les mouvements de capitaux, notamment à court terme, augmentent à la fois en volume et en fréquence dans un monde de plus en plus interdépendant. Deuxième leçon tirée de la récente crise : la prévention des excès de volatilité, surtout à la suite d'un retournement des flux à court terme, doit être gérée *via* une nouvelle architecture financière internationale ; l'un des moyens de réduire la dépendance envers les capitaux étrangers à court terme consiste à créer des marchés de capitaux locaux, pour mieux utiliser l'abondante épargne asiatique à des fins de développement.

En outre, même si elles continueront de jouer un rôle important, les entrées de capitaux étrangers ne pourront à elles seules couvrir les besoins considérables d'investissement de l'Asie. Par conséquent, la mobilisation efficace des ressources nationales sera essentielle pour rassembler les moyens financiers nécessaires.

Pour toutes ces raisons, des initiatives et des réformes doivent être résolument engagées en faveur du développement des marchés financiers locaux, notamment pour les obligations. Ces efforts contribueront également à garantir la diversité des sources de financement et à réduire la dépendance à l'égard du crédit bancaire. Nombre de pays admettent que l'instauration de ces marchés est un élément clé. Nous constatons donc avec satisfaction que tous les grands pays en développement d'Asie du Sud-Est et d'Asie de l'Est s'efforcent, à la suite de la crise financière, de créer ou de renforcer

leur marché obligataire. La transparence et l'efficacité de la réglementation et de la supervision sont les deux principaux garants du bon fonctionnement des marchés. De plus, les investisseurs institutionnels, tels que les fonds de pension et les sociétés d'assurance, doivent renforcer leurs structures afin de participer au développement de ces marchés.

Un marché performant de titres d'État joue un rôle vital dans le soutien aux émissions d'obligations d'entreprises, car il fournit aux marchés une courbe des rendements de référence sans risque et facilite la formation d'un marché secondaire liquide. Qui plus est, un cadre de réglementation et de supervision sain et efficace pour les émetteurs d'obligations, les intermédiaires, les investisseurs institutionnels et les autres acteurs du marché est indispensable à une bonne protection des opérateurs et à la limitation des risques systémiques.

On peut également mobiliser des ressources grâce à l'épargne du secteur public. L'État arrivera à générer cette épargne par une meilleure gestion de ses dépenses, ainsi que par un régime fiscal et une administration appropriés.

Importance de l'investissement étranger à long terme et de l'IDE

Les ressources nationales doivent être mobilisées, mais elles ne pourront pas, bien entendu, remplacer complètement les ressources étrangères. L'investissement étranger apporte en effet non seulement des moyens financiers, mais également beaucoup d'autres atouts concrets, tels que des compétences de gestion, des pratiques commerciales exemplaires et des technologies de pointe. Il faut donc continuer de rechercher l'investissement étranger, car celui-ci contribuera largement au développement de l'Asie. La stabilité politique, l'État de droit, une infrastructure physique et des structures institutionnelles matures ainsi qu'une bonne gouvernance tant dans le secteur public que privé — garantissant transparence, capacité de prévision, responsabilité et participation — sont quelques-uns des facteurs propices à l'investissement étranger à long terme.

Rationaliser les investissements

Pour utiliser les investissements de manière plus rationnelle, les économies d'Asie doivent poursuivre les réformes engagées dans leur secteur financier et leurs entreprises. A cet égard, il est rassurant de noter que, à la suite de la crise asiatique, les efforts d'instauration d'un cadre juridique et institutionnel pour la restructuration des banques et des entreprises sont bien avancés. Dans le secteur bancaire, des objectifs ont été fixés pour l'adoption des meilleures pratiques internationales en matière de fonds propres, de classification des prêts et de provision des créances douteuses. La gestion du risque de change, des liquidités et des prêts aux entreprises apparentées a elle aussi été améliorée. Il reste toutefois beaucoup à faire. Par exemple, le ratio de fonds propres de certaines banques est encore trop faible, et les prêts bancaires n'ont toujours pas retrouvé leur niveau normal.

Plus préoccupante encore est la lenteur des progrès de restructuration des entreprises. Une réorganisation efficace passe impérativement par une saine gouvernance d'entreprise. En effet, les carences dans ce domaine, largement imputables à la structure du capital, ont été l'une des causes principales de la crise financière asiatique. En outre, beaucoup affirment que la transparence fait défaut et que le mécanisme d'équilibre des pouvoirs fonctionne mal dans les entreprises de la région. L'amélioration en Asie de la gouvernance d'entreprise sera donc une tâche de longue haleine.

Besoin d'une coordination et d'un partenariat entre public et privé pour la mobilisation des ressources nécessaires au développement

Face à l'urgence de réduire la pauvreté et de pérenniser le développement, les pays d'Asie doivent continuer d'améliorer la mobilisation des ressources privées au service du développement, notamment dans les secteurs où les entreprises privées peuvent se montrer plus efficaces. Au fil du temps, le secteur privé a d'ailleurs pris de plus en plus d'importance dans différents secteurs traditionnellement aux mains du secteur public : aménagement, exploitation et entretien des autoroutes, réseaux de transports collectifs, adduction d'eau, santé et éducation, par exemple. Il faudrait donc que le secteur public facilite davantage la participation des entreprises privées au développement, ainsi que dans les secteurs qui créent des biens collectifs mais présentent actuellement peu d'attraits pour ces entreprises, et où celles-ci peuvent jouer un rôle de catalyseur.

Que doivent faire les pouvoirs publics pour faciliter la participation du secteur privé au développement ? Il importe que, dans un premier temps, l'État détermine quelles fonctions il est le mieux à même d'exercer. Ce faisant, il doit veiller à ce que la mobilisation de capitaux privés ne se fasse pas au détriment de la réalisation des objectifs sociaux. Là où la contribution du secteur privé est encouragée, l'État doit s'assurer qu'une réglementation et que des mécanismes de supervision sont en place pour protéger les intérêts de la population, et en particulier des plus vulnérables, tout en créant un cadre permettant au secteur privé de se déployer. De plus, l'État et les autres institutions publiques peuvent encourager la participation du secteur privé en étendant les garanties ou en cofinçant des projets destinés à réduire les risques liés aux transactions qui, sinon, risquent de décourager les entreprises privées.

Conclusion

Pour continuer de se développer, l'Asie doit relever d'immenses défis. Dans le même temps, l'aide publique au développement se réduit comme peau de chagrin, et le rôle de l'État et du secteur privé dans les pays en développement évolue peu à peu. Il nous appartient donc d'explorer de nouvelles solutions pour mieux mobiliser et utiliser les ressources afin de répondre aux besoins de nos partenaires en développement.

L'Asie après la crise : mobiliser des fonds *via* les marchés des capitaux, les institutions financières internationales et le secteur privé

*Christine Wallich**

Un nouvel environnement

Les inquiétudes que nous exprimions il y a un an à propos de l'avenir de l'Asie se sont dissipées. Sans être euphorique, la Banque asiatique de développement (BAD) fait preuve d'optimisme quant aux perspectives de cette région. En effet, la croissance est de retour, les taux de change se sont stabilisés et la plupart des fondamentaux macro-économiques sont redevenus normaux sauf, peut-être, en Indonésie. Sur le front social, les salaires réels sont à la hausse et le chômage paraît refluer, même si le taux d'emploi reste inférieur à son niveau d'avant la crise. La BAD ne crie pas pour autant victoire, car de nombreux problèmes demeurent. Trois grands aspects liés au thème retenu pour ce sixième Forum international sur les perspectives asiatiques — « Après la crise : comment mobiliser des ressources pour le développement ? » — méritent une attention particulière :

- la mobilisation des ressources nationales *via* les marchés de capitaux ;
- le rôle actuel des institutions financières internationales pour la mobilisation des ressources, et le rôle qu'elles pourraient être amenées à jouer ;
- la mobilisation des ressources par l'intermédiaire du secteur privé : quelles sont les conséquences de la crise sur les mouvements de capitaux privés ?

* Directeur, Département Infrastructures, Énergie et Finances (Ouest), Banque asiatique de développement.

Mobilisation des ressources nationales *via* les marchés de capitaux

En 1999, le Forum international sur les perspectives asiatiques était axé sur les marchés nationaux de capitaux, et l'une de ses conclusions a été que l'Asie était « sur-bancarisée ». Pour reprendre la formule d'Alan Greenspan, les marchés n'avaient pas de « roue de secours ». Lorsque des pressions ont pesé sur le système bancaire, aucune autre forme d'intermédiation financière n'a pu prendre le relais. Or, l'absence de marchés de capitaux — le « péché originel » selon Ricardo Hausmann — fragilise les pays émergents et les expose davantage que les pays industrialisés à une crise économique : quelle que soit l'aptitude de la politique économique à remédier aux points faibles, le péché originel subsiste et crée des vulnérabilités. C'est pourquoi, en Asie, la crise bancaire était véritablement une crise du secteur financier, qui a eu des répercussions considérables sur la croissance et qui a aggravé la pauvreté. Autre enseignement tiré du précédent Forum : la nécessité de créer une *demande* pour des instruments utilisables sur les marchés de capitaux. La libéralisation des marchés de l'assurance, les fonds de pension et la réforme de la protection sociale sont quelques-unes des mesures clés aptes à créer cette demande. Parallèlement, on a constaté que les pouvoirs publics pouvaient jouer un rôle essentiel dans la mise en place d'une *offre* d'instruments négociables, en faisant évoluer leurs politiques relatives aux emprunts et à la gestion de la dette. A l'époque, une conclusion importante en a été tirée, à savoir que seul l'État était à même de concevoir des instruments de référence efficaces à destination du secteur privé. Dernier message fort émanant du Forum 1999 : pour renforcer la confiance dans les marchés et les émetteurs, il faut encourager la transparence et la diffusion des informations. Faute de quoi, la création de marchés de capitaux est vouée à l'échec.

Tous ces enseignements sont toujours d'actualité, peut-être même plus, dans la mesure où les marchés bancaires demeurent fragiles. Cependant, il existe également des raisons nouvelles, et quelque peu différentes, qui montrent l'importance de créer des marchés de capitaux. La métaphore de la roue de secours avait trait à la prévention et à l'atténuation des crises. Il s'agissait d'empêcher une crise bancaire de s'étendre au secteur financier et, *in fine*, à l'ensemble de l'économie. A mesure que l'on prend conscience du vieillissement de la population asiatique, et du fait que le nombre d'habitants en Chine et au Japon finira par diminuer, cette roue de secours devient nécessaire, mais pour d'autres raisons. Sachant qu'il y aura de moins en moins d'actifs et de plus en plus de retraités, les plus âgés devront compter sur leur pension de retraite, et non plus sur leur famille, pour vivre. Ces pensions devront de plus en plus être financées et versées par les régimes publics par répartition, souvent non viables. Dans ces conditions, les marchés de capitaux sont un gage de succès. Leur développement contribuera largement à encourager la transition démographique en Asie. Comme nous l'ont affirmé de nombreux dirigeants asiatiques, un meilleur gouvernement d'entreprise et une transparence accrue de la gestion des actifs sont essentiels à l'instauration et au bon fonctionnement de ces marchés : lorsque les performances du fonds de pension, et donc le montant de la retraite en dépendent, la notion de gouvernement d'entreprise peut prendre une tout autre signification.

La BAD soutient le gouvernement d'entreprise par un dialogue avec les pouvoirs publics et par ses opérations d'investissement. La bonne gouvernance constitue l'un des critères de sélection pour ses investissements dans des entreprises privées, des banques et des fonds de placement. En bref, la roue de secours a toujours autant d'importance.

Mobilisation des ressources *via* les institutions financières internationales : la situation après la crise

Les institutions financières internationales ont encore un rôle considérable à jouer dans la mobilisation des ressources au profit des pays en développement d'une Asie sortie de la crise. Néanmoins, ce rôle est en train d'évoluer. Les banques de développement ont connu trois grandes révolutions. La première a été le passage d'organismes multilatéraux exerçant les fonctions d'agences de reconstruction, dans les années 50, à des « banques de projets » dont l'activité principale consistait à accorder des prêts à des fins d'investissement, dans les années 60 et 70. La deuxième révolution, qui date des années 80, a transformé ces « banques de projets » en « banques d'orientation stratégique » se concentrant sur les réformes à mettre en œuvre, à la suite de la prise de conscience croissante que ce sont « les politiques qui importent » et que des projets de qualité qui se déroulent dans un environnement défavorable ne sont, bien souvent, pas viables.

Une troisième révolution est en cours, car les institutions financières internationales se sont rendues compte que, pour être crédibles aux yeux de leurs pays membres, elles devaient catalyser les flux financiers du secteur privé. Quelques chiffres le montrent clairement : il y a 20 ans, l'aide publique au développement avoisinait 50 milliards de dollars par an, alors que les flux du secteur privé à destination des marchés émergents avoisinaient la moitié (25 milliards de dollars). Aujourd'hui, en 2000, ces flux privés représentent environ 300 milliards de dollars par an et l'aide publique seulement quelque 60 milliards de dollars. C'est par conséquent non seulement le volume mais aussi l'ordre d'importance de ces deux types de flux qui se sont inversés.

Une petite histoire illustre également la participation accrue du secteur privé au financement du développement. Imaginons que le directeur de l'Agence américaine pour le développement international (USAID), le président d'une grande banque multilatérale de développement et le président de l'agence de notation Moody's se rendent en Inde le même jour et que le Premier ministre de ce pays ne puisse recevoir que l'un d'entre eux. Lequel verrait-il ? Dans les années 60, l'heureux élu aurait sans nul doute été le directeur de l'USAID qui était alors, et de loin, le principal donateur pour l'Inde. Dans les années 80, c'est au président de la banque de développement que le Premier ministre indien aurait accordé audience. De nos jours, en 2000, il choisirait sans hésitation d'accueillir le président de Moody's. La morale de cette histoire, c'est que le secteur privé est aujourd'hui un acteur incontournable.

Le rôle des banques de développement évolue donc considérablement, à plusieurs égards. Ainsi, la BAD vient d'élaborer une nouvelle stratégie de développement du secteur privé et qui aura pour vocation première de catalyser les capitaux privés. Cette stratégie se déploiera selon deux axes. Premièrement, la BAD donnera des conseils sur les prêts et les politiques, afin de créer un « environnement propice » pour les entreprises privées locales et étrangères. Deuxièmement, grâce à ses activités liées au secteur privé et aux investissements, la BAD participera directement au financement de projets privés sélectionnés.

Ce n'est donc pas uniquement le montant des prêts accordés par les banques de développement qui importe — même s'il est capital que ces établissements prêtent et continuent de disposer de moyens significatifs. Plus essentielle encore est leur contribution à la valorisation des ressources et des relations, c'est-à-dire au renforcement des partenariats, non seulement avec le secteur privé mais également, de manière croissante, avec d'autres acteurs du développement — les fondations, les ONG ou la société civile. Les idées sont précieuses et d'ailleurs, les banques de développement font partie de ceux qui aident à les faire jaillir et à mettre en place des réseaux permettant d'orienter les ressources vers les pays en développement. Le Centre de Développement de l'OCDE, par exemple, est un important groupe de réflexion sur les problèmes de développement en Amérique latine, en Asie et en Afrique. De plus en plus, les institutions financières internationales ne seront pas de simples bailleurs de fonds, mais des partenaires de leurs clients. Elles contribueront ainsi à faire partager les meilleures pratiques et à adapter les idées aux besoins locaux. L'Asie a su fort bien intégrer les meilleures pratiques pour jeter les bases de son miracle économique. La diffusion de ces principes, conjuguée à la mobilisation des ressources, constituera la nouvelle mission des institutions financières internationales.

Mobilisation des ressources *via* le secteur privé

L'Asie a admirablement réussi à mobiliser des ressources, en s'adaptant à la mondialisation et en absorbant un volume considérable de capitaux privés... jusqu'à ce que la crise survienne. Aujourd'hui, la participation du secteur privé au développement, en tant qu'un des moteurs de la croissance et ingrédient nécessaire à la réduction de la pauvreté, est considérée sous un nouveau jour. Nous admettons également que, malgré les nombreux avantages et promesses qu'elles offrent, la croissance tirée par le marché et l'expansion du secteur privé ne sont certainement pas la panacée. Elles posent toutes deux de grands défis aux pouvoirs publics, qui doivent s'adapter en conséquence. Si l'État ne prête pas attention au gouvernement d'entreprise, comme c'est le cas dans certaines parties du monde, la privatisation ne portera pas ses fruits, et la montée en puissance du secteur privé n'engendrera pas non plus un partage des gains de la croissance. Si l'État néglige les filets de sécurité sociale et les besoins de la société, la croissance ne sera pas équitable. Si l'État ne fait rien contre la corruption et le manque de transparence, ni la croissance ni l'équité ne seront au rendez-vous. Si,

notamment, il ne se préoccupe pas de la répartition des ressources — non seulement financières, mais également éducatives, entre autres — et s'il n'y a pas d'accès équitable à l'instruction, au crédit et à la propriété foncière, la croissance tirée par le marché n'aura que des effets néfastes pour les exclus. L'action publique reste donc tout aussi importante que la mobilisation des ressources.

Sur la scène internationale, la mondialisation fait également peser des pressions sur les pouvoirs publics. Pour de nombreux gouvernements, la révolution Internet ouvre la voie à de nouvelles façons de travailler. Théoriquement, tout un chacun peut ainsi accéder à l'information, qui plus est en un temps record. Dans un monde de plus en plus interdépendant, les pouvoirs publics doivent donc impérativement mettre en œuvre des politiques macro-économiques saines. Dans le domaine social, il leur faut également bien définir leurs priorités en matière de dépenses — investir dans leurs propres ressources humaines, dans l'enseignement, dans la santé — faute de quoi, les promesses de la mondialisation ne profiteront pas à la majorité des individus.

Enfin, la mondialisation constitue aussi un enjeu énorme pour le secteur privé, qui pourrait être amené à investir dans le secteur social pour préserver sa réputation et asseoir sa crédibilité, ainsi que pour assurer la viabilité de ses investissements.

Qu'en est-il concrètement ? Voici quelques exemples pour mieux comprendre. La BAD a récemment participé à la privatisation du réseau d'adduction d'eau de Manille. Les concessions prévues étaient destinées à implanter des conduites d'alimentation publique dans certains bidonvilles, où les familles pauvres devaient jusque-là acheter à un prix exorbitant de l'eau, livrée par camions, à des entreprises privées non fiables. Même si cette initiative faisait manifestement diminuer les redevances de concession perçues par l'État, elle a permis à près de 50 000 familles à bas revenu, soit plus de 250 000 personnes, d'avoir accès à l'eau potable. De surcroît, en donnant aux habitants de zones défavorisées le statut de clients légitimes, elle a mis fin aux branchements illégaux et réduit les vols d'eau.

Un autre exemple concerne une entreprise indienne qui a participé à la réhabilitation de bidonvilles, non seulement en fournissant des logements ouvriers et d'autres avantages, comme c'est souvent le cas, mais également en procédant à des investissements spécifiques pour reconstruire les quartiers concernés, afin de développer la notion d'« entreprise citoyenne ». A Bangkok, deux grands hôtels contribuent très activement à donner une instruction de base et une formation à leurs employés, afin de lutter contre la propagation du virus HIV et du sida (notamment en distribuant gratuitement des préservatifs). Ces hôtels coopèrent également avec l'UNICEF pour former aux métiers de l'hôtellerie des jeunes femmes originaires du Nord-Est de la Thaïlande et leur donner des connaissances élémentaires ; c'est en effet le groupe social qui court le plus de risques de tomber dans la pauvreté et la prostitution. Un dernier exemple est celui d'une grande entreprise textile, installée dans une région pauvre du Pakistan, qui finance la scolarité de son personnel non majeur. Ces petits ouvriers suivent trois à quatre heures de cours chaque matin (ils ont également droit à un petit déjeuner et à un déjeuner gratuits) avant d'être autorisés à travailler. Voilà

quelques solutions pleines d'imagination que le secteur privé a trouvées face à des problèmes sociaux très délicats. C'est ainsi que, sous le regard des ONG et des médias, l'État, mais aussi le secteur privé, exerceront des fonctions nouvelles et, parfois peut-être, inattendues.

La mobilisation après la crise de ressources *via* les marchés de capitaux, les institutions financières internationales et le secteur privé est donc cruciale. La crise a mis en lumière l'importance de bien gérer les flux financiers, la nouvelle dimension que ces flux peuvent acquérir et l'évolution dans le temps du rôle de ces trois parties prenantes.

Vers la croissance durable de l'économie asiatique

*Ken Yagi**

État des lieux et perspectives des économies asiatiques

État des lieux

Une reprise rapide

Les économies asiatiques ont été gravement atteintes par les crises monétaires et financières de la région et certains pays ont même enregistré des croissances négatives en 1998. Mais les taux de croissance étaient à nouveau positifs en 1999 et une reprise en V était amorcée.

L'augmentation des exportations, la mise en œuvre de politiques budgétaires et monétaires adéquates et la réforme des secteurs financier et des entreprises ont contribué à cette reprise. L'accroissement de la demande de composants électroniques dû à l'expansion des technologies de l'information a provoqué une montée en flèche des exportations laquelle, à son tour, a eu un impact positif sur l'activité économique *via* les échanges intrarégionaux au sein de la structure économique interdépendante de l'Asie.

L'aide japonaise

Le Japon a contribué à la reprise des économies asiatiques en adoptant des mesures énergiques dont, par exemple, les « nouvelles initiatives de Miyazawa ».

En octobre 1998, le Japon annonçait qu'il allait fournir des aides d'un montant de 30 milliards de dollars : une moitié serait destinée aux financements à moyen et long termes nécessaires pour relancer l'économie des pays asiatiques et l'autre moitié serait mise en réserve pour répondre à d'éventuels besoins de financement d'échanges à court terme pendant la mise en œuvre de la réforme économique.

* Directeur général adjoint, Bureau international, ministère des Finances, Japon.

En outre, afin d'obtenir une reprise générale solide, le Japon a annoncé en mai 1999 la mise en place du « Plan de mobilisation de ressources pour l'Asie », également connu comme la « deuxième étape de la nouvelle initiative de Miyazawa ». Ce plan comporte des mesures d'aide destinées à mobiliser les capitaux du secteur privé, à étendre et à promouvoir les marchés obligataires asiatiques et à fournir les ressources humaines et techniques nécessaires.

Perspectives à long terme et problèmes à résoudre

Santé profonde de l'économie asiatique

La santé profonde de l'économie asiatique, qui avait permis une forte croissance pendant les années qui ont précédé la crise, n'a fondamentalement pas été touchée par les crises monétaires, et les économies asiatiques pourraient bien être capables, grâce à une affectation judicieuse des ressources, de s'appuyer sur cette santé pour remédier aux faiblesses, révélées par les crises, du secteur financier et des entreprises.

Révolution des technologies de l'information

Les perspectives à long terme des économies asiatiques dépendront en partie de leur capacité à exploiter les avantages des technologies de l'information.

Les téléphones portables se développent rapidement en Asie et serviront bientôt de terminaux pour Internet. Si la mise en place de bonnes infrastructures de communication reste importante pour les pays asiatiques, l'utilisation massive des téléphones portables permettra de résoudre le problème des goulets d'étranglement pour l'accès à Internet.

Avec la révolution des technologies de l'information, il sera possible d'augmenter l'efficacité des affectations de ressources en intensifiant le volume, la vitesse et la portée de n'importe quel type d'échanges et de tirer ainsi parti de la santé profonde et du potentiel des économies asiatiques.

Modernisation de la structure industrielle

La croissance très forte des économies asiatiques s'est accompagnée d'une modernisation de la structure industrielle, les concepteurs transférant après un certain délai leurs brevets aux nouveaux venus asiatiques. Ce processus a assuré une croissance continue aux économies asiatiques pendant plus de 30 ans, phénomène inégalé dans les autres régions.

Faire face au changement de la structure des avantages comparatifs

L'amélioration de la structure industrielle par l'introduction de capitaux étrangers nécessite de passer de sites de production pour l'exportation intensifs en main-d'œuvre bon marché à des entreprises et des industries attrayantes et hautement technologiques.

Compte tenu de leur niveau, tous les pays ne peuvent pas procéder au développement industriel de toutes les industries ; ils doivent donc créer un réseau technologique régional pour s'épauler mutuellement.

Interdépendance accrue

Pour dix économies asiatiques (les quatre pays de l'ANSEA, les NEI, la Chine et le Japon), le commerce intrarégional a représenté, en 1997, 46 pour cent de leurs exportations et 50 pour cent de leurs importations.

L'interdépendance régionale en Asie devrait encore augmenter avec, entre autres facteurs, la forte croissance économique et l'expansion du marché régional, grâce à la zone de libre-échange de l'ANSEA (AFTA). Cette plus grande interdépendance montre que la région est entrée dans une nouvelle phase de la division du travail, fondée sur l'expansion des marchés intérieurs et la création de réseaux industriels.

Construction d'un système économique et financier stable

Compte tenu des crises asiatiques récentes, il serait prudent de prendre les mesures nécessaires à l'instauration d'un système économique et financier stable et qui soit imperméable aux futures crises financières. Pour cela, il faut opter pour une démarche à trois dimensions : internationale, nationale et régionale.

Consolidation de l'architecture financière internationale

Les ministres des Finances du G7 ont soumis au sommet économique de Cologne un rapport intitulé *La Consolidation de l'architecture financière internationale (Strengthening the International Financial Architecture)*. Diverses instances, comme le FMI, le G20 ou le Forum pour la stabilité financière (*Financial Stability Forum*) tentent de mettre en application les propositions de ce rapport.

Mesures prises au niveau national

Réforme du secteur financier et des entreprises

Tous les pays de la région ont pris des mesures énergiques pour restructurer les secteurs de la finance et des entreprises ; le ratio de prêts non rentables est en baisse et des améliorations progressives ont été apportées à la restructuration de la dette. De nombreuses questions importantes restent néanmoins en suspens. Les secteurs de la finance et des entreprises ont besoin d'être renforcés et restructurés. De plus, les déficits budgétaires nés entre autres de la restructuration du secteur financier sont une menace potentielle pour l'avenir.

Instauration d'un système adéquat de taux de change

Chaque pays établit un système monétaire qui lui correspond : niveau de développement économique, structure des échanges, situation économique, objectifs d'action, etc. L'adéquation du système de taux de change est une question essentielle pour les pays asiatiques parce que le système antérieur, pratiquement rattaché au dollar, n'a entraîné que des échanges instables et des entrées excessives de capitaux.

Les pays asiatiques ont des rapports commerciaux et économiques avec un grand nombre de partenaires différents — les États-Unis, l'Europe et les pays d'Asie, dont le Japon. Il serait donc possible de rattacher leur monnaie à un panier de devises (dollar, yen, euro et autres devises) affectées de coefficients déterminés par le volume d'échanges et d'autres facteurs économiques ; des marges de fluctuation suffisamment larges permettraient d'assurer une certaine souplesse au mécanisme.

Libéralisation du capital

Dans les économies en développement, les mesures de libéralisation du capital demandent à être échelonnées avec soin. Avant de procéder à cette libéralisation, il est nécessaire de consolider le système financier intérieur en renforçant les règles de prudence et la supervision des institutions financières dont la gestion macro-économique est saine. La libéralisation des capitaux à long terme doit précéder celle des capitaux à court terme. Il est en particulier indispensable d'abolir aussi radicalement et aussi rapidement que possible les restrictions qui pèsent sur l'investissement direct étranger.

Chaque pays doit en outre gérer ses risques de dette extérieure. L'obtention de meilleures données sur les flux de capitaux et sur la dette extérieure, et l'amélioration du système de contrôle sont deux conditions préalables cruciales à cette gestion du risque.

Régime de sécurité sociale

La mise en place d'un régime de sécurité social adapté a un effet à court terme — aider les pauvres — mais aussi à long terme — il permet la prise des risques nécessaires pour affronter les marchés en mutation et favoriser la productivité et la croissance économique, en donnant la possibilité aux pauvres d'investir, même en période de crise, dans les services éducatifs et sanitaires.

Le gouvernement japonais a décidé de contribuer à l'éradication de la pauvreté en levant des fonds qui ont été déposés à la Banque asiatique de développement et à la Banque mondiale. Ces fonds visent à financer des services sociaux minimum pour les pauvres, et à soutenir les gouvernements locaux et les ONG dans leurs efforts de renforcement des capacités.

Coopération régionale

Amélioration des marchés obligataires

Il est important de disposer d'un mécanisme qui garantisse la circulation des capitaux à long terme des pays excédentaires vers les pays déficitaires. Il faut donc agir en faveur de l'amélioration des marchés financiers régionaux (marchés obligataires compris).

Stabilité du taux de change

Les systèmes monétaires pratiquement rattachés au dollar qui avaient été adoptés par les pays asiatiques avant les crises monétaires ont apporté la stabilité des taux de change au sein de la région et ont donc ainsi contribué au développement du commerce et des investissements intrarégionaux. Pourtant, les crises monétaires ont clairement montré les risques liés à ce rattachement. La stabilité des taux de change de la région ne pourra exister sans l'élaboration d'un nouveau mécanisme de taux de change, équilibré.

L'AFTA devrait atteindre sa forme définitive en 2018. L'expérience européenne montre bien que la stabilité du taux de change intrarégional est essentielle pour favoriser les échanges et les investissements dans une zone de libre-échange. Les pays asiatiques pourraient opter pour un rattachement de leur monnaie à un panier de devises doté de marges de fluctuation suffisamment larges. Même si un véritable panier commun n'est pas créé, l'adoption concertée par les nations de l'ANSEA d'un système monétaire rattaché à un panier « virtuel » contribuerait à favoriser la stabilité du taux de change dans la région.

Encourager le dialogue

Il est important d'établir des rapports de confiance mutuelle et de débattre ouvertement des différents problèmes au sein de la région. Pour cela, il ne faut pas hésiter à organiser à tous les niveaux des rencontres, des conférences et des séminaires bilatéraux et multilatéraux entre les secteurs public et privé.

Dans leur *Déclaration commune sur la coopération de l'Asie de l'Est (Joint Statement on East Asia Co-operation)*, rédigée lors d'une session informelle de l'ANSEA + trois (Chine, Corée et Japon) qui s'est tenue à Manille en novembre 1999, les dirigeants sont tombés d'accord sur la nécessité de « renforcer le dialogue sur les politiques, la coordination et la collaboration sur les questions financières, monétaires et budgétaires d'intérêt commun ». C'est une première étape importante vers l'ouverture d'un dialogue sur les politiques dans la région.

Mise en place d'un réseau de coopération financière régionale

Compte tenu de l'interdépendance grandissante des économies asiatiques et de la nécessité de contrer les effets contagieux des crises financières, il est indispensable d'établir des arrangements financiers régionaux qui viennent s'ajouter aux mécanismes de financement internationaux existants, comme ceux du FMI.

Lors de leur réunion à Chiang Mai en Thaïlande en mai 2000, les ministres des Finances de l'ANSEA + trois se sont mis d'accord pour :

- utiliser le cadre de l'ANSEA + trois pour faciliter les échanges d'informations cohérentes et opportunes sur les flux de capitaux ;
- renforcer les cadres de coopération existants entre les autorités monétaires par l'intermédiaire de l'« initiative de Chiang Mai ».

Cette initiative implique l'élaboration d'un accord *swap* étendu au sein de l'ANSEA et d'un réseau d'accords *swap* et de rachats bilatéraux entre les pays de l'ANSEA et la Chine, le Japon et la Corée.

Une étroite coopération de ces pays, impliquant l'utilisation d'une partie de leurs réserves en devises étrangères, contribuera à la stabilité des marchés monétaires et financiers de la région.

Conclusions

Les crises monétaires et financières ont certes fait beaucoup de tort aux pays asiatiques, mais elles ont aussi réveillé un sens de la solidarité dans la région puisque ces pays, confrontés à leurs problèmes communs, ont cherché ensemble des solutions. Ces crises auront peut-être finalement été l'occasion de renforcer la coopération régionale et d'avoir, au XXI^e siècle, une économie asiatique stable et prospère.

Un optimisme sans complaisance

*Norbert Walter**

L'optimisme consensuel qui se dégage des prévisions économiques mondiales pourrait n'être qu'un leurre et donner un faux sentiment de sécurité. Le meilleur scénario pour les États-Unis, entendons le plus réaliste, est bien entendu un atterrissage en douceur, non seulement parce que ce pays dispose d'un environnement structurel particulièrement favorable, mais aussi parce que si quelque chose tourne mal — et cela peut toujours arriver — son appareil politique et sa situation lui permettent de disposer de tous les instruments de politique monétaire et budgétaire. Les États-Unis ont en outre prouvé qu'ils n'hésiteraient pas à les utiliser rapidement, si nécessaire. Cette assurance que les gouvernants sont capables d'agir en cas de besoin est un facteur important et va dans le sens d'un atterrissage en douceur. Tout cela crée une base solide pour l'économie mondiale.

Là où les marchés financiers en particulier, mais aussi la plupart des prévisionnistes officiels se trompent, c'est à propos du Japon. Croire à sa reprise est tout à fait déplacé. Ni l'État ni les entreprises ne sont en aussi bonne santé que ne le laissent croire l'évolution des cours de la bourse japonaise et le taux de change du yen. Il est plus difficile de faire fonctionner une société et une économie vieillissantes, et lorsque les moyens et les attitudes adoptés ne permettent pas de fixer des prix réalistes pour les avoirs. Il est possible aussi que la dette de l'État et les versements des entreprises au titre des pensions de retraite ne soient pas correctement pris en compte. Par conséquent, cet important pilier de l'économie mondiale — le Japon est le deuxième pays du monde — suscite des inquiétudes.

L'Europe semble bien loin de l'Asie et n'avoir que peu d'importance à ses yeux. C'est une erreur, mais qui signifie que les Européens, comme les autres pays, ne croient pas en l'Europe ; personne ne la prend donc au sérieux. Il faudrait pourtant qu'elle commence par le faire elle-même et que l'Asie considère l'Europe comme une entité économique à part entière.

* Économiste en chef, Deutsche Bank.

Il y a cependant de bonnes nouvelles pour l'Europe. L'euro-sclérose est en voie de disparition, et seuls quelques États continuent de croire en une troisième voie. Il est clair qu'un paradigme économique l'a emporté, celui du libre jeu du marché prôné par les États-Unis ; plus vite l'Europe en tirera les enseignements, mieux cela vaudra. Pour un public américain, il s'agit là d'une déclaration un peu exagérée, qu'il conviendrait de reformuler. Pour des Européens, en revanche, il faudrait être encore plus direct. En présence d'un public international, nous pouvons l'accompagner de quelques avertissements. Bien entendu, les Européens ne peuvent avoir envie de copier les États-Unis pour ce qui est du nombre de jeunes en prison, ou d'avocats par milliers d'habitants. Ce n'est pas là une situation optimale, mais l'on peut en tirer des enseignements pour l'environnement social, et améliorer ainsi l'efficacité et l'efficacé de l'Asie comme de l'Europe.

En termes de réformes structurelles, l'Europe va dans la bonne direction. Elle hésite encore, mais elle bouge incontestablement et bénéficie en outre d'un extraordinaire tremplin conjoncturel. Par ailleurs, si l'euro reste à son bas niveau actuel et s'il continue d'être ignoré aux États-Unis, en Europe et en Asie, la compétitivité en termes de prix que l'Europe va en tirer atteindra un niveau qu'elle n'avait pas connu depuis longtemps. Le comportement européen vis-à-vis des salaires est excellent, et même les prévisions les plus optimistes pour cette année et les suivantes vont être dépassées. Les nouvelles sont donc bonnes, de ce côté-là, pour l'environnement international.

En revanche, parler de l'« Asie » en tant que bloc a de moins en moins de sens, car aucun continent n'est aussi peu homogène que celui-ci. Bien entendu, nous distinguons le Japon de l'Asie, mais même l'« Asie sans le Japon » est tout sauf homogène en termes de situation, d'orientation, de traitement des lacunes structurelles et de relations avec certains pays. Il est évident qu'un certain nombre de pays parlent d'économie de marché, mais sans prendre la question au sérieux. Les statistiques relatives à l'Asie et l'étude des pays qui freinent la libre évolution des prix révèlent une absence de cohérence. L'Europe a tiré des enseignements de l'expérience des pays en transition d'Europe centrale et orientale : les comptes nationaux peuvent être parfaits, mais tant que les indices d'ajustement ne reflètent pas les préférences individuelles et les coûts de production, et s'ils continuent au contraire d'incarner une certaine forme de planification centralisée, il n'y a rien à apprendre. Ces indices ne donnent aucune information sur la valeur ajoutée dans l'économie en question. On pourrait évoquer la Chine à ce propos, ainsi que d'autres pays asiatiques.

Aussi longtemps que la structure des prix ne reflétera pas ces préférences, nous observerons un « gaspillage organisé » : les systèmes utilisent à mauvais escient l'épargne d'individus relativement pauvres. C'est ce qui se produit dans un certain nombre de pays asiatiques où les taux d'épargne sont élevés et les revenus bas. Les individus sont lésés car leurs économies ne sont pas utilisées de façon productive. Elles ne servent en effet qu'à préparer le prochain cycle de gaspillage. C'est une forme de problème qu'il faut attaquer à la racine. Il est par conséquent encourageant que tous les participants au Forum aient mentionné l'importance des marchés financiers

dans la répartition des ressources. Mais, dans cette hypothèse, cette répartition ne peut être réalisée par un secteur financier empêtré dans des processus budgétaires. Si les processus budgétaires interviennent toujours dans la répartition du capital, celle-ci reste sous-optimale. Dans ces conditions, l'Allemagne, qui tient à ce qu'un peu plus de la moitié du secteur financier soit détenue par le secteur public, n'est pas vraiment en mesure de dire aux autres comment structurer leur secteur financier. Il en va de même pour la France. Nous ne disposons pas de système dans lequel le capital soit distribué *via* les marchés financiers. Cette répartition résulte en fait du déroulement étrange et insidieux d'un processus budgétaire, de garanties de toutes sortes et du secteur financier.

Un certain nombre de remarques positives ont été formulées, pendant ce Forum, sur l'importance des partenariats entre le secteur public et le secteur privé. Bien évidemment, il est nettement préférable de nouer des partenariats que d'insister pour que les pouvoirs publics planifient et exécutent certains projets d'infrastructure, lorsqu'ils en sont visiblement incapables. Il faut parfois être un peu disciple de Hayek. Avec trop de partenariats privé-public, la responsabilité de l'investissement risque de n'être assumée par personne, nul ne se sentant concerné. *In fine*, c'est évidemment au contribuable de mettre la main à la poche. Là encore, une orientation un peu plus « hayekienne » serait parfois utile. Si l'on opte pour un partenariat privé-public, il faut savoir que ce n'est qu'une solution transitoire. Les attributions au secteur privé et au secteur public doivent être claires et précises. Seuls l'État et le secteur public peuvent définir les règles. Si ce dernier pouvait s'abstenir d'intervenir et se contenter de fixer les règles, tout le monde en profiterait.

En Asie, les mouvements de capitaux privés sont à nouveau importants, sans pour autant atteindre le même niveau qu'au milieu des années 90, époque à laquelle leur volume était en effet gigantesque. La seule constante observée au cours de ces cinq dernières années est très prometteuse : les flux d'investissement direct étranger dans cette région ont conservé un niveau raisonnable, aux alentours de 50 milliards de dollars. Ce constat encourageant montre deux choses : premièrement, la région reste attrayante et, deuxièmement, les investisseurs mondiaux l'ont compris, en particulier ceux qui s'engagent sur le long terme. Tout cela est de la plus haute importance.

Il est également rassurant que les placements en actions et les investissements en portefeuille dans cette région s'accroissent de nouveau, après être tombés au plus bas en 1998. L'analyse peut ainsi être fortement orientée sur les risques mais aussi très ouverte à cet égard. Dans le même temps, il est également évident que les établissements de prêt et les détenteurs d'obligations sont toujours méfiants. Si nous comprenons bien les institutions financières internationales, on peut affirmer sans risque que les prêts bancaires ne sont pas prêts de jouer à nouveau le rôle qu'ils avaient par le passé. On ne peut guère s'attendre à ce que les banques commerciales endossent ce rôle, après toutes les difficultés qu'elles ont connues et alors que le secteur financier s'oriente, dans l'ensemble, vers la désintermédiation et la titrisation. Il faudra certainement s'intéresser aux prêts bancaires comme source de financement à l'avenir. L'autre

question a trait au niveau de développement des marchés obligataires. Il faudra travailler dur, tant du côté des bénéficiaires que de celui de la communauté internationale, afin de sortir du marasme actuel.

Il est évident que les bénéficiaires devront impérativement prendre certaines mesures quant aux perspectives de ces différents flux de capitaux, en particulier au niveau de la réglementation et de la supervision, qui doivent être présentes dans chaque État-nation. Les principes essentiels d'une supervision bancaire efficace doivent non seulement être définis, comme cela a été fait, mais ils doivent également être mis en œuvre. Nous devons adopter une attitude claire et franche lorsque nous affirmons que cela doit être fait. Là encore, l'expérience acquise en Europe après le passage de l'Europe centrale à l'économie de marché et à la démocratie, est probablement une assez bonne indication de l'ampleur de la tâche. A titre d'exemple, lorsque l'Allemagne a bâti le secteur financier de l'ex-Allemagne de l'Est, les banques ouest-allemandes ont envoyé quelque 8 000 directeurs de banque dans les anciens Länder pour une durée de cinq ans ; pourtant, cela n'a pas suffi pour que le secteur financier est-allemand soit au niveau des normes internationales, même aujourd'hui.

Cette opération en ex-Allemagne de l'Est ne concernait qu'une population de 15 millions de personnes. Si l'on voulait faire de même en Indonésie, il faudrait 100 000 directeurs de banque, venant du monde entier, pendant cinq ans. Et que dire de la Chine ? Il faut que les personnes chargées de donner des conseils à ces pays prennent conscience de l'ampleur de la tâche et cessent de penser que de petites institutions financières internationales, comme la Banque asiatique de développement, le FMI ou la Banque mondiale en l'occurrence, pourront fournir une solution adaptée avec les ressources dont elles disposent. Si cette approche est maintenue, il est évident que les pays développés ne pourront jamais imposer par la force ou la coercition une aide technique de cette ampleur. L'Indonésie, la Chine ou la Thaïlande doivent demander elles-mêmes cette aide technique ; elle risquerait sinon d'être perçue comme coercitive, car entrant en conflit avec la souveraineté et les processus démocratiques des pays concernés.

Il s'agit là d'un problème très délicat pour les deux parties ; insistons encore sur son ampleur. Il est difficile de comprendre pourquoi l'Occident sous-estime toujours ce facteur. D'un côté, un certain nombre d'entre nous ont toujours travaillé sur les aspects théoriques et, pour cette raison, ne saisissent pas les problèmes tenant à la taille des pays. De l'autre, on trouve un certain nombre d'hommes politiques qui n'ont pas vécu dans les démocraties occidentales et qui n'ont aucune idée de la réaction d'un monde, qui aspire à plus d'ouverture, face au désir de maintenir la souveraineté nationale de n'importe quel pays d'Asie tout en conservant le soutien international.

La libéralisation et le développement des marchés financiers intérieurs sont essentiels, mais nécessitent bien évidemment une ouverture. Pour y parvenir, un certain degré de participation internationale est nécessaire au niveau de la propriété et de la gestion du secteur financier. Si cet ajustement doit se faire dans les 20 prochaines années, l'apport de ce savoir-faire managérial *via* la participation et la propriété de

sociétés étrangères est essentiel. Si certains pays refusent cette option politique, ils doivent être honnêtes envers leurs citoyens et la communauté internationale, et admettre qu'ils ne participeront pas pleinement pendant cette période à la division internationale du travail ni à un marché international des capitaux ouvert.

Cependant, pour ceux qui vont de l'avant, la tâche ne consiste pas seulement à accepter la réglementation et la libéralisation. Un certain nombre de pays, même ceux qui sont une valeur d'investissement, ont reconnu que l'action des pouvoirs publics et des institutions doit être sans cesse menée en relation avec les investisseurs pour que leurs réalisations soient comprises au niveau international. Les personnes qui, au sein de l'État (au ministère des Finances) ou de la banque centrale d'un pays, supervisent les banques d'investissement doivent non seulement y faire du bon travail, mais elles doivent aussi être prêtes à communiquer avec les investisseurs internationaux, et ce sur une base régulière.

Un certain nombre de modèles intéressants ont été élaborés, dont celui du Mexique, cas digne d'attention. Les pays doivent soigner sans cesse leurs relations avec les investisseurs. Il ne suffit pas de s'y mettre lorsqu'une crise est imminente ; il conviendrait de les entretenir par des examens ou des conférences de presse trimestriels, par exemple, auxquels seraient conviés les analystes pour qu'ils puissent comprendre quelles sont les politiques adoptées. Bien entendu, si parallèlement régnait la stabilité macro-économique dans le pays en question, ce serait encore mieux. Avec plus de 50 pour cent d'échanges intrarégionaux, l'Asie rencontrera un certain nombre de difficultés si elle continue d'appliquer un régime de change lié au dollar ou au yen.

Il semble tout aussi évident qu'il sera très difficile, pour ne pas dire impossible, de constituer une sorte d'union monétaire asiatique au cours de la prochaine décennie. Dans les années 80, le yen japonais aurait fait un candidat idéal, mais ce n'est plus le cas, et il est clair que tant qu'aucune nouvelle hégémonie ne se manifeste sur les plans économique et financier et tant que le renminbi reste non convertible, aucune monnaie ne peut contribuer à former une union monétaire en Asie.

Étant donné les caprices des taux de change du dollar, du yen et de l'euro, une région qui réalise davantage d'échanges intérieurs tout en conservant un système de change dépendant d'une monnaie étrangère, s'expose actuellement à des risques inutiles. C'est un sujet de débat, et il serait judicieux que les institutions asiatiques fassent tout leur possible pour créer des structures régionales et des mécanismes de change qui s'orientent au moins vers une union monétaire asiatique à long terme.

Dans l'immédiat, il est très difficile de savoir s'il faut recommander à l'Indonésie d'adopter un taux de change flottant ou d'instaurer un conseil monétaire. Il s'agit là d'un cas important et très délicat. Ceux qui prétendent que la meilleure solution pour l'Indonésie est un taux de change flottant devraient se souvenir de ce qu'il est advenu de la roupie et des conséquences sur le service de la dette. Ceux qui préconisent un conseil monétaire devraient réaliser qu'il priverait alors l'Indonésie de sa politique monétaire. Il n'est pas évident de savoir quel serait le régime le plus favorable, mais

il s'agit à l'évidence d'une question très importante, que nous devons aborder, et les vieilles recettes pratiquées dans le vieux monde méritent sûrement d'être analysées de près.

L'aide apportée à l'Asie par la communauté internationale reste un facteur non négligeable et il est sage de conserver les institutions internationales existantes, même s'il faut les réinventer. Cela ne veut pas dire qu'elles ne peuvent pas être améliorées, mais il est évident que la solution alternative à un FMI — qui force les pays à adopter certaines politiques — repose sur les États-Unis et l'Europe — qui forceraient certains pays à adopter certaines politiques ; faute de quoi, la division internationale du travail en pâtirait davantage. Les institutions internationales sont donc le meilleur dispositif disponible pour l'instant. Elles devraient se concentrer sur ce qu'elles savent faire le mieux. Le nouveau directeur général du FMI s'oriente d'ailleurs vers une telle division du travail. De même, la Banque mondiale connaît bien sa mission, et le FMI ne s'attaquera pas aux projets de cette organisation. Il serait donc profitable pour tous que la division du travail entre les deux institutions soit davantage prise au sérieux.

Il conviendrait par ailleurs de mettre un terme aux discussions inabouties sur le financement du secteur privé ou sur un partage forcé du fardeau. Si les investisseurs privés pressentent que l'on opte pour un tel partage, les flux de capitaux privés risquent de se tarir, et cela poserait certainement un problème. Là encore, le FMI comprend le message et ne fera pas un pas de plus dans cette direction — ou alors d'une manière non coercitive.

Après la crise, la communauté internationale se doit de mettre en œuvre des normes et des codes. Le secteur privé doit adopter une attitude dynamique à ce propos, car cela va dans le sens de ses propres intérêts, s'il veut réduire les risques. Un accord sur une base volontaire, permettant de procéder à un rééchelonnement harmonieux de la dette et d'inclure certaines clauses concernant les nouvelles émissions de titres de la dette internationale, permettrait au marché obligataire de se développer à nouveau en Asie et dans d'autres pays émergents. Ainsi, l'instauration de clauses d'action collective pourrait constituer une solution. Mais il ne suffit pas d'en parler, il faut agir.

Les investisseurs et le secteur financier ont tout intérêt à ce que la gestion du risque s'améliore. Les échecs, notamment la faillite de LTCM, montrent assez clairement que des tests de validité des modèles doivent être réalisés bien plus souvent. L'Occident s'est trop longtemps fié à de vieux schémas et à de vieux paramètres. Il doit ici faire preuve d'imagination, surtout pour les tests de validité et l'analyse de scénarios.

Une autre solution consisterait à éviter les comportements grégaires, mais avec la nouvelle architecture — dans laquelle les fonds de pension ou les compagnies d'assurance-vie jouent un rôle plus important, même si, de par leur nature, ces établissements devraient plutôt considérer le long terme que le court terme — il n'est pas certain que cet objectif puisse être atteint.

Autrefois, les investisseurs stratégiques étaient, dans bien des cas, de simples familles ou des individus. Ils se plaçaient visiblement dans une perspective à long terme. Aujourd'hui, parmi les gestionnaires de portefeuille, y compris dans les compagnies d'assurance ou les fonds de pension, il semble que la seule orientation possible soit le court terme. Pour réduire le risque de comportements grégaires, il faudrait modifier en partie les mécanismes de rémunération au sein du secteur financier. Si, dans les faits, les dispositifs récompensent de gros volumes de transactions, il n'est pas surprenant que certaines attitudes aient la préférence. Par conséquent, *in fine*, il faut débattre ouvertement et sincèrement des mécanismes de rémunération des acteurs du secteur financier afin d'éviter les effets de contagion observés par le passé. Il est de la plus haute importance que les supérieurs hiérarchiques des opérateurs boursiers se sentent responsables. C'est seulement si les grands établissements financiers font faillite dans les années à venir — c'est-à-dire si le principe selon lequel les banques sont « trop grosses pour faire faillite » se révèle faux dans certains cas — que la prudence et la limitation des comportements et de l'instinct grégaires l'emporteront.

Réforme des dépenses publiques

*Hafiz Ahmed Pasha**

La réforme des dépenses publiques est un élément clé de la stratégie d'allègement des restrictions de ressources après la crise financière asiatique. En tant qu'ancien ministre de la Planification et des Finances, l'auteur de cet article a une grande expérience dans ce domaine, puisqu'il a participé ces dernières années à la préparation de plusieurs budgets fédéraux et de plans annuels pour le Pakistan. C'est l'occasion en outre pour l'Asie du Sud de présenter au Forum sa propre perspective originale, alors que l'accent y est surtout mis sur les évolutions qui ont suivi la crise dans les économies à revenus relativement élevés de l'est et du sud-est asiatiques.

Les principaux effets de la crise financière asiatique sur les économies de l'Asie du Sud ont été indirects ou de « contagion ». Le moteur premier en a été la chute des prix internationaux, qui a touché les recettes à l'exportation de la plupart de ces économies. Les exportations de l'Inde, par exemple, qui avaient atteint une croissance annuelle de 11 pour cent entre 1990 et 1996, ont progressé d'à peine 4 pour cent en 1997 et ont reculé de plus de 3 pour cent en 1998. Pendant les années 90 et avant la crise, les exportations du Pakistan augmentaient à un taux annuel moyen de 10 pour cent ; elles ont perdu 3 pour cent en 1997 et n'ont connu qu'une reprise modeste, de 4 pour cent, l'année suivante. Cette baisse des recettes à l'exportation s'est donc soldée par un essoufflement de la croissance. Le taux de croissance moyen des économies du sud asiatique a diminué de près de 1 pour cent en 1997 par rapport au taux régional à long terme de 5.5 pour cent.

Les finances de l'État en ont souffert à divers égards. En premier lieu, la baisse de croissance du PIB s'est inévitablement accompagnée d'une diminution des recettes fiscales. Ensuite, comme les taxes sur les échanges internationaux (droits de douane, taxes sur les ventes, etc.) constituent la principale source de revenus de la plupart des pays d'Asie du Sud, la chute des prix internationaux a conduit à une forte réduction de l'assiette d'imposition des importations. Pour l'ensemble de la région, la valeur des importations de marchandises ne s'est accrue que de 3 pour cent en 1997 ; elle a stagné en 1998, alors que le taux de croissance avait été de 20 pour cent pendant les six années précédentes.

* Directeur, Social Policy and Development Centre, Pakistan.

Cela a eu pour conséquence une dégradation de la situation budgétaire de la plupart des économies du sud asiatique. Déjà élevés dans certains pays, les déficits budgétaires ont en effet grimpé à des niveaux quasiment insoutenables, en grande partie parce que le rapport des recettes publiques au PIB diminuait, tandis que la part des dépenses publiques dans le PIB résistait à la baisse. En 1997, par exemple, le déficit budgétaire du gouvernement central s'est accru de plus de 3 pour cent du PIB en Inde, de 2 pour cent au Pakistan et de 5 pour cent au Bangladesh.

L'incapacité des gouvernements à réduire les dépenses publiques en vue de juguler le déficit budgétaire montre, d'une part, la difficulté de mettre en œuvre des réformes dans ce domaine et, d'autre part, l'importance cruciale de ces réformes pour le rétablissement d'un minimum de stabilité macro-économique.

Limites à la réforme des dépenses publiques

L'échec des réformes des dépenses publiques est imputable à un certain nombre de facteurs. Dans les pays en développement, où les priorités sont faussées par l'existence de groupes puissants et de leurs lobbies, la répartition des dépenses publiques reflète généralement les problèmes les plus épineux de l'économie et de la gestion politiques. Les hommes politiques et les hauts fonctionnaires font souvent appel au levier des avantages fiscaux, des aides, des affectations de dépenses exceptionnelles et des subventions au patronat, et cela fréquemment en vue d'en retirer des avantages personnels sous la forme de pots de vins. Les activités orientées vers la recherche de ces rentes sont florissantes dans le processus de préparation du budget : les groupes privilégiés ne veulent pas abandonner leurs privilèges, même en période d'austérité financière, tandis que d'autres groupes poursuivent parallèlement leurs manœuvres pour se procurer le même genre de faveurs sans plus d'égards pour la situation économique globale. Cela correspond certes au principe même de la démocratie, mais la qualité de la gestion des affaires publiques fournit des indices sur la capacité du gouvernement à résister aux pressions de ces groupes d'intérêt catégoriels et à poursuivre une politique que l'on peut considérer comme étant en faveur du plus grand nombre.

La recherche d'avantages personnels se manifeste de manière peut-être plus nette dans l'attribution des subventions et des avantages fiscaux (considérés comme des dépenses fiscales), qui provoquent une érosion de la situation budgétaire du gouvernement tout en restant largement inconnus du public. Des recherches récentes ont montré que les subventions accordées en Inde par le gouvernement fédéral et les gouvernements des différents États pour la consommation d'énergie, les intrants agricoles, les services sociaux et économiques, les crédits bancaires, etc., représentent une part colossale du PIB — jusqu'à 10 à 12 pour cent du PIB. Au Pakistan, ce chiffre est estimé à 4 ou 5 pour cent du PIB, tandis que le coût des dépenses fiscales représente 3 ou 4 pour cent du PIB. Ironie du sort, seule une petite part de ces subventions est destinée à alimenter les biens d'intérêt social, alors que les avantages

fiscaux profitent d'abord aux couches aisées de la société. L'économie politique de la plupart des pays d'Asie du Sud s'est soldée par une mainmise sur l'État des groupes d'intérêt les plus influents, les plus « revendicateurs » et les mieux organisés — les grands fermiers, les grandes entreprises (lobbies du textile et de l'acier, par exemple), les entreprises publiques et l'armée. En dépit de belles théories sur la nécessité de protéger le citoyen moyen et de se mobiliser sur l'éradication de la pauvreté, les dépenses publiques sont dans la pratique détournées au bénéfice des riches et des puissants.

L'expérience des dernières années a également montré pourquoi il est particulièrement difficile de rationaliser les dépenses publiques en période de fléchissement économique. Les réductions de dépenses sont essentiellement réalisées dans le secteur social et le secteur du développement, car c'est dans ces domaines qu'elles sont les plus discrétionnaires, même si cela doit entraver le potentiel de croissance future du pays. L'inélasticité des dépenses publiques en période de récession est due à plusieurs facteurs.

Le premier est l'héritage du processus historique qui a suivi l'indépendance de la plupart des pays d'Asie du Sud. Face à un secteur privé sous-développé et encore balbutiant et outre son rôle traditionnel, sous l'administration coloniale, de garant de la loi et de l'ordre et de collecteur des impôts, le secteur public était considéré comme le principal agent de construction de la nation et de promotion du développement économique. Les modèles de l'État-providence et de la planification centralisée sont encore dans les esprits, de sorte que l'on s'attend, de manière générale, à ce que le contrecoup d'un choc négatif (comme la crise financière asiatique) soit supporté par le gouvernement et que le peuple soit préservé dans la mesure du possible des conséquences immédiates et directes de ce choc. Les emplois du secteur public sont donc considérés comme une sorte de dispositif de sécurité sociale pendant les périodes de récession (quand le secteur privé ne crée pas d'emplois), ce qui rend extrêmement difficile toute réduction des effectifs dans le secteur public.

Bon nombre d'acteurs économiques restent en outre fidèles à l'idée que pour pouvoir sortir l'économie de la récession, la politique budgétaire devrait être anticyclique et que l'accroissement de la demande globale passe nécessairement par une augmentation des dépenses publiques. Or, une telle politique risque non seulement d'accentuer le gaspillage dans les dépenses publiques, en encourageant les programmes et les projets d'un intérêt économique douteux mais aussi, compte tenu de l'importance des déficits budgétaires de la plupart des économies d'Asie du Sud, d'exacerber les pressions inflationnistes et d'accroître les taux d'intérêt, provoquant ainsi une éviction des investissements privés et une large neutralisation du pouvoir d'entraînement budgétaire.

Le deuxième facteur — les activités de recherche de rentes et de clientélisme — est en grande partie indépendant de la situation économique. On pourrait même dire que les revendications pour obtenir des concessions et des mesures d'incitation sont plus soutenues dans les moments où les revenus réels n'augmentent pas et où la rentabilité est rognée par un fléchissement de l'activité économique. Le gouvernement du Pakistan

a dû fortement réduire en 1997 les taux d'imposition sur les revenus et sur les ventes et, après la chute des prix internationaux, il a quasiment subventionné les exportations par des instruments tels que la hausse des taux de remboursement de droits et des financements aux exportations meilleur marché afin de protéger les exportateurs. Compte tenu de cette répugnance des hommes politiques et des hauts fonctionnaires à abandonner le clientélisme, même en période difficile, il n'a pas été possible de réduire les fonctions du secteur public et de se concentrer davantage sur le rôle d'habilitateur et de promoteur de ce dernier. Or, c'est là l'un des plus grands défis de bonne gestion des affaires publiques dans les pays en développement.

Troisièmement, même si l'on parvenait à privatiser certaines activités industrielles ou tertiaires du secteur public, le climat général n'est pas favorable à la privatisation en période de récession. L'investissement privé, intérieur et étranger, est généralement timide et les marchés financiers sont en repli. Il n'est pas étonnant qu'en dépit de plans ambitieux, le processus de privatisation ait pris un retard aussi important au Pakistan depuis 1997.

Les difficultés du secteur public

L'échec des réformes des dépenses publiques a conduit dans la plupart des pays d'Asie du Sud à un gonflement et à un accroissement excessif des charges financières du secteur public. L'existence de déficits budgétaires importants a d'ailleurs bien illustré ce phénomène. Dans l'ensemble, le secteur public se caractérise par une mauvaise affectation des ressources, mais aussi par une mauvaise gestion et un gaspillage des ressources publiques déjà rares. Nous avons retenu, parmi une quantité d'autres, quelques-unes de ces difficultés.

Priorités inadéquates : le problème fondamental réside dans le fait que les investissements hautement prioritaires pour les infrastructures sociales et matérielles et les paiements de transfert visant à lutter contre la pauvreté sont évincés par le gonflement de la charge de la dette (dû aux déficits budgétaires toujours considérables) et des dépenses militaires. Il est à proprement parler catastrophique que la région qui a la plus grande concentration de pauvres au monde (près de 500 millions) affecte plus de 15 milliards de dollars par an à son budget militaire, et que l'Inde, le Pakistan et le Sri Lanka consacrent plus de 3 pour cent de leurs PIB respectifs à la défense. Pour l'année budgétaire en cours, l'Inde et le Pakistan ont augmenté leurs budgets défense de respectivement 28 et 11 pour cent. Le fait que le budget de la défense du Pakistan représente plus du double du budget total de l'éducation prouve assez cette mauvaise affectation des priorités.

Utilisation inappropriée de ressources déjà rares : c'est la conséquence de structures institutionnelles défaillantes en matière de fourniture de services, mais aussi de mauvaises pratiques de gestion et de planification. Les services sont assurés essentiellement par les départements fonctionnels et des organismes semi-publics caractérisés par une gestion centralisée à l'excès et par une stratégie davantage motivée par l'offre que par le souci

de répondre à la demande effective. Compte tenu de la priorité accordée à l'emploi, le paiement des salaires a plus d'importance que les revenus non salariaux, ce qui réduit l'efficacité des dépenses. On privilégie généralement les dépenses forfaitaires d'équipement aux dépenses d'exploitation et de maintenance parce qu'il y a davantage de chances de « commissions » avec les premières.

Les mauvaises pratiques de gestion financière ont conduit à une perte de contrôle et à des fuites dues à l'absence de systèmes de comptabilité, de procédures d'harmonisation et de vérification adéquats. En effet, se fonder exclusivement sur la comptabilité de trésorerie entraîne une ignorance du patrimoine public et des éléments de passif éventuels. Une « politisation » excessive du choix et de l'exécution des projets a rendu la planification inefficace et a contribué à prévoir les ressources des programmes de développement avec une marge trop juste en vue de complaire aux différentes demandes rivales. Cela s'est soldé par des retards, des dépassements de frais et un recours excessif à une capacité de mise en œuvre limitée. Globalement, la mauvaise utilisation des fonds a entraîné une réduction des services fournis et une augmentation du gaspillage. Les programmes lancés par les gouvernements sur la base d'ordres du jour populistes sont les plus susceptibles d'amenuiser le processus de budgétisation normal et de fausser les priorités. Les programmes de création de logements sociaux ou de moyens de transport en zone urbaine se sont révélés être particulièrement sensibles aux fuites et à une mise en œuvre déficiente. Ils sont en effet souvent abandonnés faute de viabilité financière et de nombreux hauts fonctionnaires ont vu leur carrière interrompue suite à de tels programmes.

Plus récemment, la mise en place de stratégies de lutte contre la pauvreté a légèrement augmenté les dépenses des systèmes de sécurité sociale, dont notamment les subventions alimentaires généralisées, les programmes de soutien alimentaire ciblés, les paiements de transfert au comptant, les programmes de sécurité sociale et de travaux publics intensifiés. Mais les dispositions institutionnelles de ces initiatives de lutte contre la pauvreté sont généralement fragiles et peu élaborées. Elles entraînent donc des frais généraux importants, un ciblage insuffisant, une portée limitée, de nombreuses fuites et de fréquents effets de découragement. Des efforts beaucoup plus conséquents sont nécessaires pour mettre en œuvre des stratégies de lutte contre la pauvreté qui soient efficaces.

Absence de transparence et de contrôle financier : de vastes pans de dépenses publiques échappent à l'examen public. Ainsi, le budget militaire qui consomme plus de 20 pour cent des ressources fédérales du Pakistan, n'apparaît-il que comme un seul poste (une ligne) dans le bilan. Mentionnons en outre l'absence de comptabilité formelle des subventions et des dépenses fiscales. Le problème de la mauvaise diffusion de l'information est particulièrement aigu dans les entreprises et les équipements publics qui représentent en volume le déficit du quasi-budget. Il n'existe pratiquement aucun outil efficace de supervision par le parlement, les consommateurs et la société civile.

Conséquence de cette mauvaise affectation des priorités, du manque d'adaptabilité aux besoins et aux préférences et de l'inefficacité et du gaspillage observés dans la fourniture des services : une désillusion populaire croissante face à l'aptitude du

gouvernement à gérer les biens et les services. On cherche donc des solutions de remplacement en accordant une plus grande confiance au secteur privé et aux organisations à but non lucratif. Cela transparait surtout dans les domaines de l'éducation et de la santé, notamment dans les zones urbaines, où une bonne partie de la demande a échappé au gouvernement et où la plupart des équipements publics sont sous-utilisés.

Nous sommes également parvenus au stade où, en l'absence de réformes, les entités du secteur public s'effondrent. Cette chute a été retardée temporairement par l'accumulation de gros découverts auprès des banques et par le report du paiement des dettes aux fournisseurs, aux sous-traitants, etc. Le gouvernement a dû renflouer bon nombre des grandes entreprises publiques responsables de la fourniture de services vitaux comme l'énergie, l'eau et les transports en effaçant leurs dettes par des conversions de créances en participations.

L'absence d'extension des zones couvertes et la dégradation de la qualité des services (fréquentes coupures de courant et d'eau potable et nombreuses pannes des réseaux de télécommunications) sont quelques-uns des indicateurs tangibles de cette crise du secteur public. De plus, l'absence de mesures de réparation et d'entretien adéquates a conduit à une détérioration visible des infrastructures matérielles.

L'une des conséquences les plus inquiétantes de la prise de conscience croissante par le peuple du gaspillage, de la corruption et de l'inégalité qui règnent dans les dépenses de l'État est l'effondrement du respect des contribuables pour le paiement de l'impôt. Faute de pouvoir faire le lien entre les impôts réclamés et les avantages reçus, les contribuables tendent à ne pas payer leur dû et à défier les lois en se livrant de plus en plus à la fraude fiscale. Ce phénomène montre bien la nécessité d'instaurer une plus grande transparence dans les comptes de dépenses publiques, un sens accru des économies et, dans certains cas, une affectation des ressources qui favorise la mise en place d'une culture fiscale.

En résumé, nous en sommes aujourd'hui au stade où, sans réforme radicale du secteur public, les processus de croissance et de développement de nombreuses économies d'Asie du Sud seront retardés par l'absence d'infrastructures sociales et matérielles qui a déjà commencé à entraver la production et l'investissement du secteur privé.

Les défis du secteur public

La réforme des dépenses publiques devra tenir compte d'un certain nombre de grands défis auxquels se trouvent confrontés aujourd'hui les gouvernements des pays en développement et notamment ceux d'Asie du Sud. Ces défis sont, entre autres :

La montée en puissance du secteur privé. L'une des tendances les plus positives est l'émergence, dans la plupart des pays, d'un secteur privé local plus fort et plus mûr, capable d'assurer la plupart des fonctions de fabrication et d'échanges et même

de mettre au point et de gérer les équipements. Cette tendance ayant été facilitée par la déconfiture du secteur public, il est nécessaire de créer davantage d'espace au secteur privé par la déréglementation et la privatisation.

La mondialisation. Le processus rapide et constant de mondialisation exige une libéralisation et une déréglementation croissantes des échanges et des investissements. Il convient en outre d'accorder une importance accrue au développement rapide des ressources humaines et à la mise en place de services non marchands rentables afin de préserver et d'intensifier la compétitivité internationale.

Émergence de l'économie informelle. La rapide expansion de l'économie informelle ou clandestine dans la plupart des pays d'Asie du Sud a entraîné une érosion progressive de l'assiette fiscale, le vol des équipements ou le non-paiement des factures dues aux services publics, le recours à la contrebande ou la vente d'armes et de drogues, etc. L'économie informelle a atteint des proportions qui mettent gravement en danger le mandat de l'État. Les gouvernements vont devoir faire des efforts considérables pour faire appliquer les lois et la réglementation des diverses activités sans risquer d'anéantir le dynamisme de base qui caractérise ce pan de l'économie.

Une contrainte budgétaire stricte. L'existence de déficits aussi importants qu'insoutenables, l'incapacité à relever suffisamment le coefficient de pression fiscale à court terme et la baisse des niveaux d'aide au développement à des conditions préférentielles sont le signe que les gouvernements doivent se concentrer sur les fonctions essentielles et abandonner les activités périphériques.

Une évolution technologique rapide. La rapidité du progrès technologique (notamment l'avènement de l'informatique) et la complexité croissante de l'élaboration des politiques macro-économiques dans les économies plus « ouvertes » exigeront l'adoption de pratiques de gestion plus modernes, le développement de compétences professionnelles chez les cadres administratifs et la mise au point de systèmes de gestion de l'information appropriés, notamment pour éviter et gérer les crises.

Pour pouvoir relever ces défis, il faudra considérer le secteur public sous un nouvel angle : celui d'un secteur « petit, mais efficace, décentralisé, responsable, orienté vers le consommateur et géré avec professionnalisme ». Cela implique la transition d'une gestion directe des services vers une gestion efficace de promotion et de régulation, ainsi que la volonté de se concentrer exclusivement sur la fourniture des biens et des services publics ayant des effets induits positifs et sur la tâche essentielle que constitue la lutte contre la pauvreté.

Les grands domaines de la réforme des dépenses publiques

Pour imposer cette conception nouvelle du secteur public face à l'image traditionnelle d'un État omniprésent, employeur de dernier recours et amortisseur de chocs, il est nécessaire de procéder à des réformes dans au moins huit grands domaines :

i) Repenser le rôle des pouvoirs publics. L'instauration de cette nouvelle conception exige un réexamen fondamental du rôle des pouvoirs publics. Chaque fonction (et l'entité qui en est responsable) devra être étudiée avec soin. Pour cela, il conviendra de répondre aux questions suivantes : l'entité publique produit-elle un bien public ou purement privé ? Est-elle soumise à la concurrence du secteur privé ? Ne survit-elle que grâce à une protection ou un traitement spécial ? Est-elle si vulnérable financièrement qu'elle n'est capable de couvrir que les coûts de ses propres effectifs ? La mission de l'entité en question est-elle caduque ? Les activités de l'entité font-elles double emploi avec celles d'autres organismes ? L'entité empiète-t-elle sur les fonctions d'un organisme public de niveau inférieur ? S'il s'agit d'une entreprise commerciale publique, enregistre-t-elle des pertes ?

Ces réflexions devront servir de base pour décider s'il faut conserver l'entité sous sa forme courante ou bien la supprimer, la réduire, la privatiser ou la transférer à un organisme public de niveau inférieur. Cet examen devra concerner non seulement les ministères et les départements du gouvernement, mais aussi les entreprises statutaires, les sociétés publiques, les organismes autonomes et les services qui y sont attachés. C'est là une tâche colossale qui devra probablement être morcelée en plusieurs phases, à commencer par les activités périphériques. L'organisme chargé de mener cet examen à bien devra être non seulement indépendant et impartial, mais aussi à l'abri de la pression des lobbies. Heureusement, des commissions ou des comités dotés de pouvoirs importants ont déjà procédé à l'examen du rôle des différentes entités dans la plupart des pays d'Asie du Sud. Le problème réside moins dans l'identification de la nature du programme de restructuration que dans sa mise en œuvre, car cette dernière exigera une grande détermination politique.

ii) Amélioration de la transparence et de la responsabilité envers le public. Cela nécessitera la mise en place de systèmes adéquats de classification budgétaires ; l'institution de règles de publicité obligatoire des informations, notamment pour les entreprises parapubliques, les entreprises et les organismes de sécurité ; l'instauration d'instruments de contrôle adéquats, dotés de pouvoirs suffisants et de représentants du parlement, des organismes de consommateurs et de la société civile ; des outils destinés à assurer que les dépenses sont faites à des fins autorisées ; et la mise en place d'un cadre légal et institutionnel indépendant et puissant qui responsabilise les fonctionnaires face à la corruption et à l'inefficacité.

iii) Recherche efficace des priorités parmi un vaste choix de dépenses et de programmes. Il faudra pour cela se concentrer sur l'augmentation des opérations non salariales et des dépenses d'entretien dans les secteurs clés ; sur la réhabilitation des infrastructures et la consolidation des investissements par une meilleure utilisation de la capacité disponible plutôt que par de nouveaux investissements destinés à étendre cette capacité ; et sur un accroissement des dépenses publiques dans les domaines hautement prioritaires comme le développement social et la lutte contre la pauvreté. Il faudra également trouver un moyen, que ce soit par la diplomatie internationale ou

par le dialogue bilatéral et la pression populaire, d'arrêter la course aux armements aussi onéreuse qu'insupportable qui sévit en Asie du Sud et de réorienter les dépenses militaires vers ces domaines prioritaires.

iv) Décentralisation de la gestion des activités du secteur public. Des efforts devront être faits pour décentraliser, chaque fois que cela sera nécessaire, les fonctions actuellement assurées par le gouvernement central vers des organismes des États (ou des provinces) ou des entités locales. Cela devrait permettre d'affecter les ressources avec plus d'efficacité, de garantir que les dépenses reflètent davantage les préférences de la population et de favoriser un plus grand engagement des bénéficiaires et de la communauté dans la gestion des services fournis. Cela implique évidemment que l'on mette l'accent simultanément sur le développement de la capacité financière et institutionnelle des administrations subnationales et sur la régulation de leurs emprunts, afin de veiller à ce qu'elles soient soumises à des contraintes budgétaires strictes qui les empêchent de financer leurs dépenses extravagantes par une accumulation insoutenable de dettes. Il est à cet égard significatif que le gouvernement du Pakistan ait récemment lancé un grand plan de décentralisation destiné à renforcer les gouvernements locaux.

v) Restructuration des institutions du secteur public et de la fourniture des services. Chaque fois que c'est possible, la démarche devrait viser à transformer les entités de services publics en entreprises commerciales. Les comités de direction de ces entités devront être dotés de davantage d'autonomie et devront ouvrir leurs rangs à des représentants de la société civile et des consommateurs. Il faudra aussi insister davantage sur le recouvrement des coûts, afin que ces entités deviennent viables financièrement, et introduire la notion de responsabilité à l'égard du public. En même temps, il convient d'instaurer des organes de réglementation indépendants chargés d'imposer des normes minimales pour les services et des règles de fixation des tarifs.

vi) Réforme de la fonction publique. L'objectif est de mettre au point une fonction publique moins imposante, plus efficace, dotée des compétences nécessaires, orientée vers un système approprié d'encouragements et moins vulnérable aux pressions politiques. Les systèmes de rémunération devront en outre être plus proches des pratiques du marché. Ces objectifs exigeront des modifications des critères d'éligibilité pour intégrer la fonction publique, un rôle accru des commissions des services publics dans le processus de recrutement, le renforcement des infrastructures publiques de formation, l'introduction de « filtres » pour les promotions, des améliorations du système d'évaluation des performances, un processus indépendant de confirmation des nominations aux postes les plus élevés et l'octroi de mandats à ces postes, la multiplication de cadres plus spécialisés, etc. Si l'on en croit l'expérience, la réforme de la fonction publique sera un processus long et difficile. Ceux qui jouissent des postes d'élite au sein de la fonction publique actuelle se regrouperont en coalitions puissantes afin de résister au changement. Il faudra déterminer des critères d'entrée dans le processus de réforme de la fonction publique, c'est-à-dire des mesures dont le caractère n'est pas très litigieux, mais qui peuvent profondément contribuer à plus ou moins long terme à une amélioration de la qualité du service.

vii) *Renforcement du contrôle et de l'évaluation.* Il faudra mettre en place des systèmes de contrôle de l'impact sur les indicateurs clés de rendement et de performance de l'amélioration de la transparence et de la planification des flux d'informations et des retours d'informations dans les décisions de dépenses publiques qui en découlent. Chaque fois que ce sera possible, il conviendra de favoriser l'indépendance du contrôle en choisissant un organisme extérieur. Dans les services sociaux, par exemple, un tel contrôle pourrait être utilisé pour déterminer si le choix d'un site pour des installations correspond bien à certains critères objectifs préétablis, si les professeurs ou les médecins, par exemple, sont présents à plein temps, etc. Au Pakistan, des équipes de contrôle de district mises en place par l'armée ont contribué à une amélioration de la qualité des services, mais la viabilité à long terme de cette démarche est douteuse.

viii) *Intégration de la planification et de la budgétisation dans un cadre à moyen terme.* Les budgets annuels et les affectations de programmes doivent s'inscrire dans un cadre de planification à moyen terme et être compatibles avec les anticipations de ressources disponibles. On pourra ainsi veiller à ce que les programmes sectoriels d'investissement soient déterminés par des niveaux de dépenses récurrentes supportables et non l'inverse. C'est plus particulièrement vrai dans les services sociaux de base comme l'école primaire et la santé, domaines où les frais de fonctionnement et d'entretien sont considérables et en grande partie financés par les recettes fiscales. Au Pakistan, la première phase de construction d'écoles primaires et d'installations sanitaires rurales prévue dans l'ambitieux Programme d'action sociale soutenu généreusement par des donateurs connaît de graves problèmes récurrents de personnel et de fonds, notamment pour les facteurs de production non salariés. Un équilibre est évidemment indispensable à la mise en œuvre du cadre de planification à moyen terme : il requiert en premier lieu une souplesse suffisante pour pouvoir s'adapter aux changements de contexte et, en second lieu, assez d'engagement et de discipline face aux objectifs et aux affectations pour préserver la crédibilité du processus.

Des critiques portant sur le rôle du secteur public ont suggéré des solutions encore plus radicales que celles que nous venons d'évoquer. Elles comprennent l'instauration d'une législation (conformément aux directives de l'initiative Gramm-Rudman aux États-Unis) qui exclut la possibilité d'être en déficit budgétaire ou qui limite le déficit à un pourcentage maximal du PIB. L'intention est d'entraîner un ajustement automatique à la baisse des dépenses publiques en cas de chute des recettes. On a également proposé comme règles qu'aucun nouveau projet ne soit entrepris avant que tous les projets en cours n'aient été totalement achevés, qu'une interdiction de recruter soit imposée pour éviter toute augmentation du nombre d'emplois dans le secteur public, etc.

Ces propositions, qui trahissent une frustration grandissante face à la piètre qualité de la gestion des affaires publiques, ne sont certes pas totalement dénuées d'intérêt. Mais il faut insister sur le fait que la réforme des dépenses publiques ne doit pas non plus ligoter les gouvernements. L'amendement sur l'équilibre budgétaire risque d'amener les autorités à choisir, pour se plier à ces contraintes, de procéder à des coupes encore plus importantes dans le secteur social ou le secteur du développement.

L'impossibilité de lancer de nouveaux programmes entravera la faculté des autorités à répondre aux situations émergentes et aux nouveaux défis. La sécheresse qui a récemment sévi dans certaines parties d'Asie du Sud, par exemple, illustre bien la nécessité de lever rapidement des fonds pour accélérer le développement et améliorer l'exploitation des ressources en eau. L'institution d'une interdiction de recruter pourrait freiner le processus de modernisation du gouvernement et d'amélioration des services fournis ; la plupart des gouvernements ont aujourd'hui, par exemple, un besoin accru évident de spécialistes en informatique et d'experts dans d'autres domaines. Les objectifs prioritaires de la réforme des dépenses publiques doivent être d'encourager les changements institutionnels qui permettront une élaboration plus rationnelle des budgets, une utilisation plus rentable des rares ressources publiques et une amélioration de la gestion, laquelle augmentera l'adaptabilité des gouvernements aux besoins des citoyens et réduira leur vulnérabilité aux pressions de divers groupes d'intérêt puissants.

En conclusion, nous insistons sur le fait que si la réforme des dépenses publiques demeure l'une des plus ardues à réaliser, elle peut en revanche être le test ultime d'une meilleure gestion des affaires publiques et la promesse de gains considérables pour l'économie et la société en général. Il est donc important de lui accorder une priorité absolue dans tous les ordres du jour des réformes structurelles.

Appréhender le risque dans les mouvements de capitaux : une approche globale par la VaR¹

*José Braz**

L'ère du tout-électronique

Les dernières années du XX^e siècle ont été témoins d'un accroissement sans précédent des flux internationaux de capitaux et d'informations sous l'effet, d'une part, de la libéralisation de l'économie — c'est-à-dire du démantèlement des obstacles aux mouvements internationaux de capitaux — et, d'autre part, du progrès technique. Ce dernier point nous intéresse à deux titres : l'augmentation de la vitesse de traitement et de la puissance informatique ont permis l'élaboration d'instruments financiers toujours plus sophistiqués et plus complexes, et la baisse du coût des télécommunications autorise un transfert presque instantané des données et des capitaux dans le monde entier. Résultat : les marchés financiers se rapprochent les uns des autres et le volume des flux de capitaux progresse sans commune mesure avec la croissance des échanges physiques.

La crise n'a pas été une surprise totale. En effet, les facteurs fondamentaux de fragilité avaient été identifiés depuis un certain temps : défaut de couverture sur les emprunts en devises, gonflement excessif de la dette à court terme et formation de bulles spéculatives sur les marchés des actions et de l'immobilier. Ce sont en revanche l'ampleur de cette crise et la rapidité de la contagion entre pays d'une même région et entre différentes régions qui ont dépassé — et de loin — les prévisions.

Selon un récent rapport du FMI, il s'agit d'une « nouvelle race de crise économique » (FMI, 2000). A l'ère du tout-électronique, la crise asiatique pourra probablement se targuer d'être la première crise électronique. Pour la première fois, des déséquilibres financiers fondamentaux ont été aggravés par des positions spéculatives constituées à la vitesse des messages électroniques circulant d'un bout à l'autre de la

* Partenaire, TecFinance, Lda., Portugal.

planète. C'est aussi la première grande crise essuyée dans un contexte de forte dépendance des instruments financiers (produits dérivés, par exemple) et des procédures (appel à l'effet de levier, couverture, transactions automatiques) à l'égard de l'électronique.

Nous prônons ici des solutions qui sont, elles aussi, influencées par l'électronique. Le progrès technique qui a participé à l'intensification de la crise — sophistication des instruments financiers et transfert électronique de l'information et des fonds — peut aussi contribuer à atténuer la probabilité et la portée des crises à venir. D'un côté, des instruments nouveaux tels que les produits dérivés peuvent servir à couvrir des positions et à améliorer la gestion du patrimoine. De l'autre, certaines techniques déjà courantes dans les banques commerciales, en l'occurrence l'analyse de la valeur à risque (VaR), peuvent inspirer la création d'un indicateur synthétique de vulnérabilité pour les comptes des banques centrales. A condition d'être normalisées et diffusées régulièrement, ces données peuvent aider les marchés comme les autorités à prendre des décisions en étant mieux informés, respectivement, sur les mouvements de capitaux et sur les mesures à adopter. Dans le domaine de l'action publique, elles permettent ainsi de préciser les conséquences de différents choix sur la situation financière nationale, en fonction des risques encourus selon les scénarios.

Interpréter la crise asiatique

Depuis quelque temps, la littérature économique reconnaît que la compréhension de la crise financière de la fin des années 90 passe par la question de la vulnérabilité, en l'espèce celle de la banque centrale, lorsqu'une attaque sur sa solvabilité remet en cause la crédibilité de son engagement à défendre un taux de change donné (Dornbusch, 1998a ; Blejer et Schumacher, 1999). Comme il est fréquent en cas de crise de confiance, les décisions des agents économiques sont alors davantage inspirées par les perceptions subjectives que par des informations solides. Les autorités contribuent à cette tendance lorsqu'elles cachent les faits ou les présentent de manière ambiguë.

Lors de la crise asiatique, on a dans certains cas entretenu un flou artistique sur l'étendue exacte des garanties sur les dépôts. En outre, comme lors de maintes autres crises, certaines banques centrales étaient réputées opérer sur les marchés à terme et d'autres domaines hors bilan, sans l'avoir explicitement affirmé. Résultat : investisseurs et créanciers, nationaux et étrangers, se sont précipités pour récupérer leurs fonds, créant souvent des situations de panique et de dépassement exagéré des limites pour des variables telles que les taux de change et d'intérêt. Tout irait mieux pour tout le monde si les décisions s'appuyaient sur des faits et non sur des perceptions. Voilà pourquoi les analystes et les institutions sont nombreux à réclamer une transparence accrue de l'information.

Avec le recul, il est facile d'analyser les causes fondamentales de la crise asiatique : elles relèvent d'un mélange de déséquilibres macro-économiques et de faiblesses dans les secteurs des finances et des entreprises. Plus précisément, la crise est la conséquence

de déséquilibres extérieurs reflétant d'importantes entrées de capitaux privés, de forts taux d'investissements privés nationaux et la hausse du dollar, monnaie d'ancrage officiel ou officieux de nombreux pays asiatiques (FMI, 2000).

A la différence des précédentes, qui avaient eu tendance à se déclarer à l'issue d'une détérioration graduelle du compte courant, la crise asiatique a frappé les marchés financiers (Dornbusch, 1998a). Elle est avant tout due à des dysfonctionnements de financement, qui ont fragilisé les situations financières nationales. Les crises de ce type sont beaucoup plus dévastatrices que les autres, provoquant l'effondrement de l'économie et des finances nationales et contaminant les autres pays. Le problème essentiel est celui d'un double décalage : entre les échéances et entre les choix de monnaies, deux questions qui occupent depuis longtemps une place centrale dans la gestion du patrimoine dans les établissements financiers commerciaux. Conclusion évidente (sous la plume de Dornbusch, 1998b) : « pour éviter les crises, il faut contrôler le risque ».

La solution : la gestion du risque

La baisse permanente des coûts de traitement (selon la loi de Gordon Moore, la puissance d'un microprocesseur double tous les 18 mois, réduisant à chaque fois de moitié le coût du calcul électronique) s'accompagne d'un développement rapide des techniques informatisées de gestion du risque, qu'il s'agisse du marché ou du crédit (voir, par exemple, le site Internet de CDFT : www.cdgroup.fi). Les banques commerciales mesurent déjà couramment l'exposition de leur portefeuille aux fluctuations des marchés : taux d'intérêt, courbe des rendements, taux de change, cours des actions, des obligations et des matières premières, et instruments dérivés fondés sur ces cours. Les techniques les plus avancées ont recours à des simulations stochastiques ou à des modélisations fondées sur l'historique de la valorisation pour calculer ce que l'on appelle la « valeur à risque » (VaR).

Les normes internationales de contrôle et de réglementation bancaire admettent, et parfois même encouragent, l'élaboration de modèles internes aux banques pour calculer les besoins de celles-ci en capital, en fonction des risques encourus. En 1996, la BRI a défini, à l'attention des banques commerciales, des paramètres pour estimer la VaR dans le domaine du risque de marché au moyen de modèles internes (voir BRI, 1996). Plus récemment, ces modèles se sont étendus aux risques de crédit, tels que le risque de contrepartie dans les contrats d'échange (ou *swaps*). Des travaux sont en cours pour élaborer un indicateur de la VaR englobant la totalité des activités bancaires.

A la différence des outils de mesure traditionnels des éléments de bilan, qui s'intéressent aux coûts historiques et aux amortissements cumulés, l'analyse de la VaR se fonde sur l'évolution temporelle des valeurs marchandes. Elle intègre en outre toutes les activités de l'entité considérée, y compris les éléments de passif éventuel et le hors bilan. Elle renseigne sur la vulnérabilité d'un bilan aux fluctuations de cours et

de prix des éléments qui le composent. Sachant qu'une vulnérabilité accrue a toutes les chances de provoquer une crise financière, il semble naturel de proposer la même technologie pour analyser le bilan de la plus haute instance financière nationale, la banque centrale. C'est d'autant plus valable que les banques centrales recourent de plus en plus souvent à des produits dérivés et à d'autres éléments de passif éventuel. Blejer et Schumacher (2000) énumèrent cinq raisons de l'engagement des banques centrales sur les marchés dérivés :

- i) pour contribuer à animer des marchés incomplets ou peu liquides ;
- ii) pour défendre un régime de change fixe ou une bande de parité ;
- iii) pour atténuer le conflit entre la défense d'un régime de change et la stabilité du système financier ;
- iv) en tant que stabilisateur automatique sur un marché des changes ;
- v) comme solution de remplacement de la politique monétaire dans des circonstances particulières.

On peut citer quatre exemples de telles opérations : les activités de la banque centrale espagnole sur le marché des options lors de la crise du SME en 1992/93 ; le plan de stabilisation mexicain d'août 1996 ; la vente de contrats à terme par la Banque de Thaïlande en 1997 ; et le récent recours à des contrats d'échange de devises par une Banque d'Australie soucieuse d'accroître la liquidité dans la perspective du passage à l'an 2000. La garantie des crédits et l'assurance des dépôts (en l'absence de fonds d'assurance-dépôts autonomes) sont des éléments de passif éventuel des banques centrales plus classiques et plus courants.

Voilà un certain nombre d'années que les banques commerciales élaborent et utilisent couramment des techniques de valorisation des produits dérivés. Parallèlement, des instruments plus classiques, tels que l'assurance-dépôts, peuvent être assimilés à une option de vente détenue par les banques et émise par la banque centrale [voir Blejer et Schumacher (2000), pour la formule correspondante]. Des techniques aujourd'hui banales dans les banques commerciales permettent d'intégrer au calcul de la VaR tous les actifs habituels du portefeuille d'une banque centrale (réserves de devises, obligations, or). On peut y ajouter le risque politique. Ainsi, le financement des déficits budgétaires aura un effet net négatif dans la mesure où il fera augmenter les éléments de passif (monnaie centrale) et où l'actif correspondant (un prêt au Trésor, réputé à fonds perdu) aura une valeur économique nulle.

Une proposition : analyser la VaR en toute transparence et en s'attachant aux politiques envisageables

Une grande variété de propositions ont été faites lors de l'examen rétrospectif de la crise asiatique, allant de différentes refontes de l'architecture financière internationale, à la création d'équivalents régionaux du FMI, ou à diverses formes de

contrôles des flux de capitaux, etc. La nécessité d'accentuer la transparence a été l'un des seuls points de consensus. Cela a débouché notamment sur la création de la norme spéciale de diffusion des données (NSDD), nouveau cadre de référence des membres du FMI pour la fourniture d'informations financières et économiques exactes et opportunes aux marchés et au grand public. Dans le même temps, les appels se multiplient en faveur d'une information meilleure et plus transparente (World Bank, 2000) et d'une vigilance systématiquement accrue des établissements financiers internationaux à l'égard des facteurs nationaux de fragilité financière, entre autres le recours excessif à l'effet de levier ou à des taux de change irréalistes à long terme (US Treasury, 2000).

Compte tenu de notre analyse des facteurs ayant exacerbé la crise asiatique, du désir unanime de transparence et de la pratique courante de la gestion du risque par les banques commerciales internationales, on peut proposer aux banques centrales de travailler à la rédaction et à la publication de rapports réguliers sur la VaR de leurs comptes financiers nationaux (comptes consolidés de l'institut d'émission plus comptes connexes du Trésor). Un grand nombre d'avantages en découleraient :

- la VaR est un indicateur synthétique et global. Elle intègre tous les éléments de passif (y compris éventuel) et d'actif du système financier national, ce qui permet une comparaison rapide entre les pays, ainsi que l'analyse temporelle des changements intervenant dans un pays donné ;
- elle englobe toutes les informations connues sur les marchés des devises, des obligations, des actions et des matières premières, avec mise à jour permanente à mesure des évolutions ;
- elle peut rendre compte d'aspects qui sont généralement exclus du bilan des banques centrales, tels que les opérations sur les marchés dérivés ou les éléments de passif éventuel, comme l'assurance-dépôts ou la garantie des crédits ;
- elle permet d'analyser les choix de politiques avant la décision proprement dite, par le recours à des scénarios hypothétiques visant à étudier l'impact de différentes mesures sur la VaR (cela peut, par exemple, servir à informer les ministres compétents des conséquences qu'aurait sur la VaR du pays l'application de propositions d'augmentation des dépenses et du déficit budgétaire) ;
- elle se prête à la fois à un suivi régulier de la situation dans des conditions normales et à des simulations de crise destinées à déterminer la perte maximale de valeur possible en situation extrême ;
- elle est propice à la prise en compte d'effets de portefeuille (dans lesquels la VaR totale est inférieure à la somme de ses composants — voir annexe), ainsi qu'à l'analyse des composants, qui sert à déterminer où se trouvent les risques les plus importants ;

- elle tempère la tentation des responsables de banque centrale de chercher à « battre le marché », en augmentant la transparence de toutes les opérations, en renforçant l’obligation des responsables à rendre compte de leurs actions et en favorisant la bonne gestion dans des établissements généralement tentés de donner une définition très large au mot *indépendance* ;
- dans une perspective mondiale, le recours à l’analyse de la VaR encourage l’efficacité dans l’affectation du capital en permettant aux investisseurs d’utiliser leurs fonds de manière à maximiser les performances à niveau de risque égal, mesuré de manière uniforme sur différents marchés.

Conclusion

Le meilleur moyen d’éviter des situations semblables à la crise asiatique consiste à faire en sorte que les décisions concernant les investissements et les mouvements de capitaux procèdent d’une meilleure information sur les risques implicites selon les pays et les régions du monde. C’est d’ores et déjà possible en élargissant et en adaptant les techniques existantes à l’ensemble des éléments d’actif et de passif des comptes financiers de chaque pays. La technique proposée est celle de la valeur à risque (VaR), pour laquelle la Banque des règlements internationaux a formulé un certain nombre de règles. Il convient d’encourager les autorités nationales à rédiger des rapports sur la VaR dans un format commun, sous les auspices d’une organisation internationale telle que la BRI ou le FMI (dans le cadre, par exemple, de la NSDD).

Afin de tempérer la nécessité, pour chaque banque centrale, de disposer d’importantes réserves ou de coûteux instruments de couverture pour faciliter la gestion du patrimoine, il conviendrait d’instituer un mécanisme spécial qui s’apparenterait à un « prêteur en dernier recours ». Ce mécanisme pourrait fonctionner dans un cadre multilatéral (FMI ou BRI), régional et même bilatéral. Les plafonds de crédit déterminés dans ce cadre constitueraient l’un des éléments du rapport sur la VaR.

Note

1. Cet article s’appuie sur les travaux menés avec Jorge Braga de Macedo pour le Forum international Eurofi 2000 : “Banking and Financing Europe after the Euro” ; cf. Braz et Macedo (2000).

Bibliographie

- BLEJER, M. et L. SCHUMACHER (1999), "Central Bank Vulnerability and the Credibility of its Commitments: A Value-at-Risk Approach", *Journal of Risk*, vol. 2, n° 1, novembre.
- BLEJER, M. et L. SCHUMACHER (2000), "Central Banks Use of Derivatives and other Contingent Liabilities: Analytical Issues and Policy Implications", *IMF Working Paper*, WP/00/66, mars.
- BRAZ J. et J. BRAGA DE MACEDO (2000), "Risk Manager and Financial Globalisation" en préparation pour Eurofi 2000 "Banking and Financial Europe after the Euro", septembre.
- BRI (1996), *Amendments to the Capital Accord to Incorporate Market Risks*, Banque des règlements internationaux, Bâle.
- CDFT (2000), *Var+3.5.1 User Guide*, CD Financial Technology Ltd., Helsinki.
- DORNBUSCH, R. (1998a), "Asian Crisis Themes", disponible sur le site : <http://web.mit.edu/rudi/www>.
- DORNBUSCH, R. (1998b), "After Asia: New Directions for the International Financial System", disponible sur le site : <http://web.mit.edu/rudi/www>.
- FMI (2000), "Recovering from the Asian Crisis and the Role of the IMF", *Issues Briefs for 2000*, FMI, juin.
- US TREASURY (2000), "Response to the Report of the International Financial Institution Advisory Commission", Department of the Treasury, Washington, D.C., 8 juin.
- WORLD BANK (2000), *East Asia — Recovery and Beyond*, BIRD, mai.

Annexe

Exemple de rapport sur la VaR

Nom du portefeuille	VaR 1 % par an	VaR 1 %	VaR 5 %	Volatilité	Valorisation au prix du marché	Plafond	Unité	Type de simulation
Ex : Exposition totale par catégorie d'actif	-58.458	-3.060	-2.149	1.327	463.040	0.000	MUSD	MC
Obligations	-61.054	-3.196	-2.247	1.387	407.435	0.000	MUSD	MC
Actions	-24.655	-1.291	-0.931	0.582	45.639	0.000	MUSD	MC
Devises	-4.682	-0.245	-0.184	0.130	12.966	0.000	MUSD	MC

Nom du portefeuille	VaR 1 % par an	VaR 1 %	VaR 5 %	Volatilité	Valorisation au prix du marché	Plafond	Unité	Type de simulation
Ex : Exposition totale par monnaie	-58.458	-3.060	-2.149	1.327	463.040	0.000	MUSD	MC
EUR (total)	-40.748	-2.133	-1.512	0.912	172.915	0.000	MUSD	MC
GBP (total)	-28.880	-1.512	-1.074	0.669	184.839	0.000	MUSD	MC
JPY (total)	-5.981	-0.313	-0.227	0.138	17.835	0.000	MUSD	MC
USD (total)	-23.481	-1.229	-0.901	0.563	87.452	0.000	MUSD	MC

Investissement direct étranger en Corée : le rôle du médiateur

*Kim Wan-Soon**

Introduction

A peine deux ans après la crise financière asiatique, l'une des périodes les plus sombres de son histoire d'après-guerre, la Corée vient d'entrer, soulagée, dans le nouveau millénaire ; le pays est en pleine introspection, mais il est également rempli d'espoir et de détermination. Les résolutions prises au tournant du siècle sont faites d'attentes exceptionnelles : croissance fondée sur la qualification, justice sociale, transparence et mondialisation. La poursuite assidue de ces objectifs conduira la Corée à une croissance équilibrée et stable.

En 1999, la Corée a atteint un objectif crucial fixé par le gouvernement : elle a attiré, pendant ces deux années qui ont suivi la crise, 15.5 milliards de dollars d'investissement direct étranger (IDE) approuvé, dépassant ainsi la cible fixée à 15 milliards de dollars. Bien que le pays mobilise parfaitement bien son épargne intérieure (à un niveau à peine inférieur à ses besoins d'investissement) et que les taux d'épargne aient en fait dépassé les taux d'investissement de près de 60 pour cent en 1998 et de 25 pour cent en 1999, le gouvernement coréen considère les flux de capitaux étrangers, notamment l'IDE, comme des catalyseurs nécessaires à la restructuration économique.

L'évolution des conditions d'investissement servira de tremplin pour un nouveau décollage de la Corée. Mis en place par le gouvernement, le Bureau du médiateur pour les investissements (*Office of the Investment Ombudsman*, ou OIO) est un exemple typique des initiatives prises par les autorités pour permettre à la Corée de se maintenir au niveau des normes et des performances économiques internationales.

* Médiateur, Bureau du médiateur pour les investissements (Office of the Investment Ombudsman), Corée.

A propos du médiateur

L'objet de l'OIO est de résoudre les problèmes rencontrés par les sociétés étrangères en Corée. Le concept de médiateur remonte, en Corée, au XV^e siècle, car il a été créé en 1402 par le roi Tejong, qui avait installé un *shinmungo*, ou tambour de la justice, à l'extérieur du palais ; toute personne victime d'une injustice pouvait le faire savoir en battant le tambour. Un des secrétaires du roi sortait alors et écoutait la plainte du citoyen. Aujourd'hui le terme « médiateur » a été adopté dans de nombreux autres domaines et désigne les personnes chargées du contrôle de différents secteurs, comme les médias et la politique.

D'autres pays recourent également à un médiateur pour régler d'éventuels problèmes. Le Japon, par exemple, a mis en place en 1982 le Bureau du médiateur pour les échanges et les investissements (*Office for Trade and Investment Ombudsman* ou OTO), chargé de recevoir les réclamations des entreprises nationales et internationales concernant certaines réglementations gouvernementales. Le Bureau recouvre un large réseau de comités et d'organismes gouvernementaux qui travaillent à améliorer les conditions d'exportations et d'investissements japonais.

L'investissement direct étranger

L'OIO témoigne du sérieux avec lequel la Corée reconsidère l'importance de l'investissement direct étranger depuis que le pays a failli être balayé par la crise financière de 1997.

Signe d'un regrettable manque de clairvoyance, cette crise aura été nécessaire pour que la Corée (et une bonne partie de l'Asie) se rende compte des avantages qu'apporte l'IDE et qu'elle arrête de compter uniquement sur sa vaste épargne intérieure pour financer ses investissements. Durant le plan de sauvetage du FMI, la crise monétaire s'était progressivement améliorée avec l'instauration de taux d'intérêt élevés, de mesures d'austérité et de programmes de restructuration imposés par le FMI. D'autres facteurs, comme une croissance économique négative et un marché financier intérieur resserré, ont toutefois entraîné des faillites d'entreprises, des licenciements massifs et une baisse de la consommation, des investissements et de la demande intérieure. L'investissement direct étranger a permis d'éviter certains de ces effets néfastes en remplissant plusieurs fonctions importantes décrites plus loin comme la théorie de « faire d'une pierre cinq coups ».

L'IDE, défini comme l'acquisition d'au moins 10 pour cent des actifs d'une société étrangère, est l'un des moteurs de la mondialisation¹. Les investissements des multinationales au travers de leurs filiales à l'étranger sont l'un des exemples les plus clairs d'IDE. Nous savons, d'après la théorie éclectique de Dunning, que les sociétés décident de s'engager dans l'IDE dès lors qu'elles peuvent obtenir des avantages sous forme de participations, de situation géographique et d'internalisation pour le transfert

de technologie ou l'intégration verticale². Cela signifie que la multinationale dispose alors d'éléments uniques d'actif qui lui procurent un avantage exclusif sur les autres entreprises en lui permettant de créer de futurs flux de revenus et de profits.

Les recherches menées sur l'IDE concluent que les investisseurs étrangers sont fortement influencés par certains facteurs structurels du pays hôte, comme la taille du marché, la qualité des infrastructures, le niveau d'industrialisation et le volume du stock existant d'IDE. Les multinationales s'engagent en outre dans l'IDE pour rester à la pointe de la course technologique et des nouvelles tendances en matière de production et de marketing. Car avec l'intensification de la concurrence mondiale, conserver sa place sur le marché signifie des mises au point technologiques permanentes et exige donc des niveaux d'investissement direct élevés.

Tendances de l'IDE

Selon le *World Investment Report 1999* de la CNUCED, les flux mondiaux entrants et sortants d'IDE ont atteint en 1998 respectivement 644 et 649 milliards de dollars. Des fusions et des acquisitions d'une valeur supérieure à 202 milliards ont alimenté l'augmentation de l'IDE, de plus en plus en direction des pays en développement. La triade constituée par l'UE, le Japon et les États-Unis dominait le tableau, représentant environ 93 pour cent des entrées et 91 pour cent des sorties d'IDE des pays développés. Les fusions et les acquisitions augmentent la part des activités de production des sociétés multinationales et conduisent à une « intégration en profondeur », contrairement à l'intégration superficielle apportée par de simples échanges. Les flux entrants d'IDE constituent la composante majeure des flux de capitaux privés vers les pays en développement.

La part des pays en développement dans les flux entrants de l'IDE mondial s'est accrue, atteignant 37 pour cent en 1997 et se concentrant principalement sur l'Asie. L'IDE en provenance des pays en développement a continué à augmenter jusqu'en 1997. Cette tendance reflète l'importance des avantages représentés par la participation de ces entreprises et augmente leur part dans les exportations mondiales en dépit du fait que le volume du stock d'IDE provient des pays en développement et qu'il y est localisé.

Lors de sa première phase de croissance économique moderne, dans les années 60, la Corée a encouragé les entrées de capital étranger pour compenser la pénurie de l'épargne intérieure et des réserves en devises. Le gouvernement coréen a toutefois préféré privilégier les emprunts étrangers à l'IDE, car ils plaçaient les ressources en devises étrangères sous son contrôle. Profondément ancrée dans l'histoire coréenne, du fait de la colonisation japonaise, la peur généralisée d'une domination étrangère des industries coréennes était trop répandue pour que le gouvernement puisse consentir à une gestion étrangère. Une vague suspicion subsiste d'ailleurs toujours selon laquelle l'IDE serait effectivement un moyen de dominer l'industrie coréenne. Le coût relatif du capital constituait un autre facteur négatif. Dans une période d'inflation et de taux

d'intérêt intérieurs exorbitants, les prêts meilleur marché auprès de marchés *offshore* abordables attireraient bien plus les hommes d'affaires coréens que les participations financières étrangères.

Ce n'est qu'après la crise monétaire de 1997 et au moment où le pays était au bord de la faillite, fin décembre 1997, que la Corée a réalisé que les emprunts étrangers à court terme pouvaient être extrêmement risqués et qu'elle s'est rendu compte du puissant rôle de stabilisateur que l'IDE jouait face à la panique financière. En procédant à une série de réformes préconisées par le FMI au début de l'année 1998, le régime coréen de l'IDE va être totalement libéralisé. Le gouvernement coréen a même l'intention de s'ouvrir plus largement au marché financier que cela n'a été décidé avec le FMI.

Comme le montre le tableau 1, les entrées totales d'IDE approuvé en Corée en 1999 ont atteint 15.5 milliards de dollars, soit une augmentation de 76 pour cent par rapport à l'année précédente, mais l'IDE réalisé s'est élevé à 10.4 milliards de dollars, soit une hausse de 98.7 pour cent.

Tableau 1. **Tendances de l'IDE en Corée, 1990-99**
(en millions de dollars)

Année	Approuvé	Réalisé
1990	803	895
1991	1 396	1 177
1992	895	803
1993	1 044	728
1994	1 317	991
1995	1 947	1 358
1996	3 203	2 309
1997	6 971	3 088
1998	8 852	5 215
1999	15 541	10 360

Source : ministère des Finances et de l'Economie, *Financial Statistics Bulletin*, 1^{er} trimestre 2000.

En avril 1998, l'IDE accusait une croissance négative, la plupart des investisseurs hésitant, depuis le début de l'année, à investir à cause de la réduction du pouvoir d'achat sur ce marché et des retours sur investissement plus risqués. De mai à décembre, cependant, le taux de croissance s'est envolé pour atteindre 135 pour cent grâce à une politique énergique d'encouragement à l'investissement de la part du gouvernement et à des investissements stratégiques par les sociétés multinationales.

A la fin de l'année 1999, le pays avait dépassé ses objectifs de 15 milliards et attiré 2 086 investisseurs étrangers. La répartition par pays de l'IDE en Corée en 1999 a été la suivante : 6.26 milliards de dollars en provenance de l'UE (40.3 pour cent du total) ; 1.75 milliard de dollars en provenance du Japon (11.3 pour cent du total) ; et 3.75 milliards de dollars en provenance des États-Unis (24.1 pour cent du total). Notons encore, car cela est frappant, que l'investissement total de ces deux dernières années est supérieur à l'ensemble des entrées d'IDE enregistrées entre 1990 et 1997.

En résumé, l'IDE a augmenté malgré des marchés intérieurs en récession. L'IDE cumulé a atteint 7.7 pour cent du PIB en 1999 contre 3.4 pour cent en 1997, ce qui est encore bien inférieur à Singapour (81.6 pour cent), à la Malaisie (38.1 pour cent), à la Chine (23.5 pour cent) et au Royaume-Uni (21.5 pour cent). La répartition par secteur indique que l'IDE dans le secteur coréen de la fabrication a représenté 45.9 pour cent du total en 1999, mais que l'on observe un déplacement vers le secteur des services (53.9 pour cent). En 1999, la Corée était passée au 14^e rang mondial et au 2^e rang asiatique en termes d'entrées d'IDE, contre le 21^e rang mondial et le 4^e rang asiatique en 1998.

Les avantages de l'IDE

Cette croissance sans précédent de l'investissement direct étranger contribue à l'accélération de l'intégration économique au niveau mondial et à l'apparition d'un système international complexe de production. Selon un rapport de la CNUCED, les pays qui n'attirent pas d'IDE sont en danger de marginalisation ; il est donc primordial que les pays en développement attirent l'IDE en créant un environnement hospitalier tout en maximisant les avantages qu'ils peuvent en retirer.

Le président Kim Dae-Jung a donc forgé une nouvelle devise : « faire d'une pierre cinq coups »³ :

- i) l'investissement direct étranger est une manière fiable de s'assurer des capitaux étrangers sans se préoccuper de l'endettement ;
- ii) l'IDE crée des emplois ;
- iii) l'IDE augmente la productivité et la croissance économique en introduisant la compétitivité et de nouvelles industries ;
- iv) l'IDE introduit un savoir-faire pour les nouvelles technologies et la gestion, et favorise la transparence dans la gestion des affaires ;
- v) l'IDE peut également contribuer à accroître les exportations.

L'investissement direct étranger apporte des capitaux à long terme sans exiger de remboursement de capital ou d'intérêts. C'est donc une source stable de devises, contrairement aux investissements de portefeuille qui sont volatils et risqués. Les emprunts à court terme créent eux aussi une charge de taux d'intérêt élevés. Reconnaissant que la confiance dans les emprunts à court terme peut rendre un pays vulnérable à l'instabilité financière, les pays d'Amérique latine s'efforcent pour leur part d'attirer l'IDE pour stabiliser leurs marchés financiers.

L'IDE crée des emplois, favorisant ainsi l'augmentation de la consommation, l'intensification de la production et la mise en place d'un système en mouvement permanent dans lequel la richesse nationale s'accroît avec l'installation de nouvelles entreprises et l'amélioration de la compétitivité des anciennes. En fait, selon une analyse du Korea Institute for Industrial Economies and Trade (le KIET),

1 890 nouveaux emplois sont créés pour chaque tranche de 100 millions de dollars d'investissement⁴. Pendant la crise financière, les sociétés étrangères ont comblé quantité de vides laissés par les entreprises coréennes en faillite.

Une étude du *Korea Development Institute*, le laboratoire d'idées du gouvernement en matière de politiques économiques, conclut que les sociétés et les secteurs en Corée qui ont un taux élevé d'IDE ont une main-d'œuvre plus productive, des salaires plus élevés et davantage de dépenses de recherche et développement⁵. Elle conclut également que la valeur ajoutée par salarié dans les sociétés ouvertes à l'investissement étranger a été, en 1998, 1.4 fois supérieure à celle des entreprises exclusivement coréennes.

Les nouvelles techniques de gestion et de formation introduites par les sociétés étrangères profitent aux entreprises industrielles coréennes⁶. Motorola illustre bien la manière dont une entreprise étrangère peut, par un partenariat avec des PME ou des taux de participation étrangère plus élevés, aider la Corée à faire progresser sa technologie et à augmenter sa part du marché mondial. Près d'un tiers des téléphones cellulaires mondiaux sont désormais produits en Corée. D'autres sociétés, comme Volvo et BASF, ont installé des centres de recherche dans ce pays.

L'IDE engendre une concurrence saine avec les sociétés étrangères et favorise la transparence de l'économie coréenne. La crédibilité des entreprises coréennes auprès des investisseurs étrangers s'améliore par la modernisation de leurs structures industrielles, l'introduction de nouvelles techniques de gestion et de marketing et la dotation du pays en technologies à la pointe du progrès. La capacité d'une entreprise à contrôler les transactions et à garantir leur transparence s'accroît avec la nomination d'étrangers pour la diriger.

L'IDE facilite la restructuration de l'économie, car les liquidités permettent le rachat des affaires ou des parts d'actif des entreprises coréennes peu rentables. Selon une analyse de la Banque de Corée, le ratio d'endettement des sociétés ouvertes à l'investissement étranger était en 1998 d'environ 110 pour cent, contre 231 pour cent pour les entreprises exclusivement coréennes⁷. Les sociétés ouvertes à l'investissement étranger ont également témoigné de bonnes capacités d'autofinancement. La participation étrangère abaisse les ratios d'endettement et se répercute favorablement sur la productivité.

Enfin, les investisseurs étrangers ouvrent également de nouveaux débouchés aux exportations en raison de leurs liens naturels avec les marchés. Les exportations atteignent davantage de destinations ; elles renferment en outre des produits fabriqués par les sociétés coréennes et réduisent le besoin d'importations.

L'épargne du secteur public

La Corée s'est-elle reposée uniquement sur l'épargne intérieure pour financer son développement et a-t-elle découragé l'épargne étrangère ? Comme le montre le tableau 2, le taux d'épargne intérieure brute est passé de 18 pour cent au début des années 70 à 39 pour cent en 1988. Mais depuis cette date, il évolue à la baisse, se

situant aujourd'hui autour de 33 pour cent. La dépendance à l'égard de l'épargne étrangère a beaucoup fluctué. Elle représentait, par exemple, moins de 5 pour cent de l'épargne totale en 1995 ; 13 pour cent en 1996 ; et moins de 3 pour cent en 1997. De plus, le taux de l'épargne intérieure a dépassé le taux d'investissement moyen en 1998 et en 1999, en raison de la baisse des investissements depuis 1997. Toutefois, en dépit de leur faiblesse quantitative, les capitaux extérieurs injectés sous forme d'investissement direct étranger ont joué un rôle important dans le processus de restructuration de la Corée après la crise financière de 1997.

Tableau 2. Taux d'épargne coréen, 1970-99
(en pourcentage du RNBD)

Année	Taux de l'épargne intérieure brute	Taux de l'épargne privée	Taux de l'épargne publique
1970	18.1	12.1	6.0
1975	18.1	15.6	2.5
1980	23.2	18.1	5.1
1985	29.8	23.7	6.1
1988	39.3	31.5	7.8
1990	37.5	28.9	8.6
1995	35.5	25.8	9.7
1996	33.8	23.5	10.2
1997	33.4	22.8	10.6
1998	34.0	24.4	9.6
1999 ^a	33.7	24.2	9.5

Note : (a) estimations.

Source : Banque de Corée, *Monthly Bulletin*, avril 2000.

La tendance à la baisse se manifeste également dans l'épargne du secteur public, laquelle a augmenté en pourcentage du revenu national brut disponible (RNBD) de manière constante, passant de 5.1 pour cent en 1980 à un maximum de 10.6 pour cent en 1997. Au début de la crise financière, fin 1997, l'épargne publique a commencé à se détériorer, étant depuis cette époque à l'origine d'importants déficits budgétaires. Au lendemain de la crise qui a secoué l'économie coréenne, le gouvernement a été confronté à une pénurie de revenus alors qu'il lui fallait dépenser massivement pour la reconstruction du secteur financier, et la création de filets de sécurité sociale, dont des allocations chômage.

Selon le FMI et l'OCDE, la définition de la dette publique n'englobe que les engagements qui sont des obligations directes du gouvernement. La dette publique globale (gouvernements central et locaux) s'est accrue, passant de 15 pour cent en 1997 à 22 pour cent en 1999, ce qui est bien inférieur à la moyenne d'environ 70 pour cent des pays Membres de l'OCDE. Mais si l'on tient compte des dettes implicites telles que les garanties gouvernementales, la dette publique atteignait alors plus de 39 pour cent du PIB en 1999. Compte tenu du volume de cette dette, le gouvernement coréen n'a pas pu se contenter de ses ressources intérieures ; il a dû faire appel à des sources internationales. En 1999, près de 21 pour cent de la dette du gouvernement central a été financée par des organisations internationales comme le FMI, la Banque mondiale et la Banque asiatique de développement⁸.

Le prix de l'IDE

L'IDE et la libéralisation du marché entraînent des coûts qui suscitent l'opposition. Si la libéralisation du marché engendre des gains au niveau global, le fait que ces bénéfices ne soient pas équitablement redistribués dans le temps ou entre différents groupes de salariés, entreprises, régions ou pays, est souvent critiqué. La libéralisation des échanges et des investissements permet l'évolution technologique et les réformes des pratiques réglementaires intérieures ; mais elle peut aussi entraîner une véritable désorganisation économique et sociale.

Les événements de Seattle de l'année dernière traduisent bien les défis de la mondialisation, moins pour ce qui est des problèmes relatifs aux organismes génétiquement modifiés, au travail des enfants et à la préservation de l'environnement, que pour garantir que les citoyens sont bien informés des avantages de cette mondialisation et qu'ils en bénéficient effectivement. L'échec des négociations à Seattle a affaibli l'autorité de l'Organisation mondiale du commerce (OMC) ; les nations et les États régionaux pourraient avoir à assumer la tâche de garantir la maximisation des avantages de la mondialisation. La suspension des nouvelles négociations multilatérales donnera sans aucun doute une nouvelle impulsion aux efforts régionaux et bilatéraux, et risque de mettre en danger le système d'échanges multilatéraux qui a si bien servi jusqu'ici les objectifs des échanges mondiaux et de la libéralisation de l'investissement.

Les manifestants de Seattle ont dénoncé les effets de la libéralisation du marché, déclarant que les pays, les entreprises et les salariés souffrent de l'amélioration de l'efficacité de leurs concurrents et que la concurrence mondiale amenuise la capacité des gouvernements à exercer leur souveraineté nationale en matière de réglementation. Les principaux opposants de l'IDE ont souligné la fuite des richesses nationales due au fait que les entreprises nationales ne retirent pas une valeur équitable des efforts du gouvernement en faveur de l'IDE, et la perte de souveraineté ou la discrimination contre les producteurs intérieurs.

Aux États-Unis, le best-seller *Buying into America*, qui évoque la vague des investissements étrangers, a suscité la crainte que l'on ne soit en train de « brader l'avenir de l'Amérique »⁹. En Corée aussi, les gens pensent que le gouvernement est en train de « vendre » le pays aux entreprises étrangères, qu'il « brade quasiment » les biens coréens durement acquis et que l'IDE accélère la dépendance des industries nationales à l'égard de l'étranger en encourageant la domination étrangère et les monopoles.

La querelle est exagérée et fomentée par des protectionnistes. L'acquisition de l'usine de production de lysine (un additif de l'alimentation animale) de Daesang Corporation par la société chimique allemande BASF a été tout sauf « bon marché ». Le plus gros rachat d'une société coréenne dans le cadre du programme de sauvetage du FMI a en effet coûté à BASF plus de 600 millions de dollars. Le mécanisme des fusions et des acquisitions oblige les entreprises non viables à se rationaliser en se concentrant sur leurs activités essentielles et en réduisant leurs surcapacités. Il s'agit là d'un instrument libéral puissant qui pénalise une gestion inefficace.

Ceux qui prétendent que la Korea First Bank a été « bradée » à un prix dérisoire à la société d'investissement américaine Newbridge-GE Capital, oublient totalement de considérer l'énorme coût social et l'immense charge budgétaire qui pèsent sur l'économie quand une vente est retardée. Ils oublient aussi de voir que la vente d'une banque non viable et criblée de dettes contribuera à améliorer la confiance des investisseurs étrangers dans la Corée et que cela se répercutera sur les autres institutions bancaires coréennes sous la forme de coûts d'emprunts étrangers meilleur marché. D'après des données tirées du *World Investment Report 1999* de la CNUCED, le ratio des bénéficiaires rapatriés par rapport aux entrées d'IDE en Corée, pris comme indicateur de sortie des richesses nationales, a atteint une moyenne de 15.9 pour cent entre 1991 et 1998, ce qui est très faible par comparaison aux 37.5 pour cent des autres pays et aux 33.7 pour cent des pays de la région Asie-Pacifique. La « liquidation de la Corée » n'est qu'une fiction tirée par les cheveux.

Le gouvernement coréen a fait beaucoup d'efforts pour rassurer ses concitoyens. Le plus important est de parvenir à changer les mentalités face à l'investissement étranger. Aucune preuve empirique des avantages de l'IDE ne pourra évidemment passer avant les intérêts politiques. De nombreux groupes d'intérêt vont se mobiliser contre la concurrence étrangère à court terme et s'opposer fermement à certaines politiques mises en œuvre, et les responsables gouvernementaux ne peuvent ignorer leurs demandes d'instaurer des mesures protectionnistes. Le grand public quant à lui, qui est le principal bénéficiaire d'une économie libre, reste partagé sur les bienfaits de l'IDE.

Les préjugés contre les entreprises étrangères et la peur de l'impérialisme constituent le principal blocage contre la maximisation des avantages et de la stabilité économiques procurés par l'IDE. On craint également que le relèvement des plafonds des participations étrangères dans l'actif des sociétés coréennes ne soit une incitation aux rachats hostiles. Nombreux sont ceux qui ne comprennent pas les avantages de cette politique, à savoir l'augmentation et le transfert du capital cumulé et l'amélioration des infrastructures. Il y a pourtant peu de cas, dans les autres pays, où l'IDE ait un effet nuisible sur la formation du capital intérieur au point que les entreprises étrangères puissent effectivement chasser les producteurs nationaux.

En dépit d'IDE relativement faibles en Corée par rapport à la taille de son économie, c'est en fait aux entreprises étrangères que l'on doit certaines technologies clés et la construction première d'industries comme l'électronique et la pharmacie. Motorola en est un bon exemple. De même, les filiales de sociétés étrangères de semi-conducteurs ont contribué à la croissance des entreprises nationales, lesquelles sont aujourd'hui devenues des acteurs de première importance sur le marché mondial en formant des ouvriers et des gestionnaires compétents et en apportant leur aide technologique aux sous-traitants. Les multinationales pharmaceutiques ont également aidé l'industrie coréenne à mettre au point de nouveaux médicaments en stimulant les capacités locales de recherche.

L'IDE crée un environnement favorable à l'établissement d'alliances stratégiques et de liens de coopération renforcés avec des entreprises internationales, préparant ainsi le terrain à une collaboration et à une progression sur le marché mondial bénéfiques à tous. Le rachat récent de Samsung Heavy Industries par Volvo en est un bon exemple et témoigne en même temps d'un transfert réussi en Corée d'une gestion à l'occidentale, ce qui est une évolution radicale pour l'industrie locale. L'histoire de Halla Heavy Industries, qui ne partageait pas cette conception avant-gardiste, s'est en revanche terminée par une faillite. Une politique volontariste d'IDE et l'arrivée d'investissements, de fusions et d'acquisitions réussis et entièrement nouveaux parviendront progressivement à inverser la perception négative que l'on a en Corée de la mondialisation et de l'IDE.

La politique et les programmes d'investissement coréens

Le gouvernement coréen a réagi à la crise financière par une révision radicale du régime d'IDE en place. Son incapacité à attirer un investissement de 3 milliards de dollars de l'entreprise américaine Dow Corning a illustré de manière éclatante l'urgence du passage d'un régime réglementé à un régime résolument tourné vers l'incitation. Comme le plus gros obstacle à l'IDE en Corée tenait en un réseau subtil de lois et de réglementations doublé de directives administratives floues et d'autorisations bureaucratiques, l'une des priorités du pays, s'il veut atteindre ses objectifs et concrétiser ses résolutions pour le millénaire, a consisté à rendre le climat de l'investissement plus attrayant pour les entreprises étrangères. Cela passera par la formation des fonctionnaires opérationnels, la réorientation des efforts de restructuration en vue d'éliminer les formalités plutôt que de réduire le personnel, le respect des normes internationales et une meilleure information en direction des étrangers.

La politique coréenne d'IDE a connu des revirements fondamentaux avec l'arrivée en 1998 du nouveau gouvernement. La nécessité d'attirer l'IDE en vue de combler l'écart de change dramatique dû à une fuite nette de capitaux, la lutte contre les attaques qui menacent la monnaie et le rétablissement de la compétitivité sur les marchés mondiaux sont devenus prioritaires ; l'intervention du FMI a fourni une occasion rêvée d'accélérer la libéralisation des investissements dans le pays.

Le gouvernement coréen s'est fixé comme objectif d'attirer 16 milliards de dollars en investissements étrangers en l'an 2000¹⁰. Pour y parvenir, il a élaboré un plan en quatre points :

- i)* utiliser l'investissement étranger pour faire progresser la structure industrielle de la Corée ;
- ii)* prendre des mesures énergiques d'amélioration du contexte d'investissement pour doper l'économie ;
- iii)* soutenir l'autonomie des gouvernements locaux en attirant les investisseurs étrangers et en leur fournissant des services ;

- iv) organiser des campagnes de relations publiques offensives pour modifier l'attitude du peuple coréen face à l'investissement étranger.

Le gouvernement a ouvert presque tous les secteurs du marché intérieur à l'investissement étranger. Seuls 21 des 1 195 secteurs demeurent fermés ; sept d'entre eux ne le sont que partiellement. Cela représente un taux de libéralisation de toutes les industries supérieur à 98 pour cent. Les barrières qui subsistent dans les 2 pour cent restants ne sont en place que pour protéger les domaines touchant à la défense nationale, à la propriété culturelle ou à la survie des petits exploitants agricoles.

De plus, la rapide libéralisation du marché financier exigée par le FMI a permis de supprimer en mai 1998 les plafonds imposés jusque-là sur la propriété cumulée par des sociétés étrangères de parts d'entreprises coréennes et sur les instruments des marchés monétaires. Le gouvernement a également annoncé son plan de libéralisation totale des transactions de change d'ici la fin de l'année 2000, mesure qui devrait contribuer à augmenter la crédibilité internationale de la Corée et sa capacité à attirer l'IDE.

La Loi sur l'acquisition de terre par des étrangers (*Foreigner's Land Acquisition Act*), amendée le 26 juin 1998, prévoit la suppression des restrictions sur l'acquisition de terres, de propriétés et de bâtiments par des étrangers en vue de stimuler l'investissement étranger. En conséquence, entre septembre 1998 et fin juin 1999, l'acquisition de terres par des étrangers a doublé en valeur et triplé en surface réelle. Plus significatif encore, l'Assemblée nationale a voté deux lois importantes considérées comme favorables à l'IDE. La première, votée le 15 mai 1998, a préparé le terrain aux fusions et aux acquisitions à la fois amicales et hostiles des sociétés coréennes par des investisseurs étrangers. La seconde a légalisé les licenciements, permettant ainsi aux sociétés de se séparer de leur main-d'œuvre et garantissant un marché de l'emploi plus souple. La Corée offre désormais également divers encouragements fiscaux aux entreprises qui s'installent dans une zone franche ou qui introduisent une technologie de pointe.

Mais c'est le 2 septembre 1998 que s'est produit un événement historique, avec l'adoption par l'Assemblée nationale de la Loi sur la promotion de l'investissement étranger (*Foreign Investment Promotion Act*). Entrée en vigueur le 17 novembre 1998, cette loi vise à rendre la Corée plus accueillante pour les investisseurs étrangers : elle offre des avantages fiscaux, des réductions de loyers sur les sites industriels, des procédures simplifiées, des services d'aide et de consultation complets et une formation professionnelle. C'est en pensant aux investisseurs étrangers du secteur des technologies de pointe que la durée d'exonération de l'impôt sur le revenu ou sur les sociétés a été prolongée de huit à dix ans. Les gouvernements locaux sont désormais libres d'offrir leurs propres réductions ou exonérations pour une durée de 8 à 15 ans et disposent de davantage d'autonomie pour la création et la gestion de zones d'investissements étrangers (ZIE) afin d'attirer l'IDE. Les procédures administratives qui contrariaient profondément les investisseurs étrangers ont été supprimées ou radicalement simplifiées, et les formalités ont été allégées.

La nouvelle loi a entraîné la création de deux organes destinés à soutenir l'investissement étranger au sein du Bureau coréen de promotion du commerce et de l'investissement (*Korea Trade-Investment Promotion Agency*), qui est l'institution gouvernementale chargée d'encourager les exportations et les investissements : il s'agit du Centre coréen de services pour l'investissement (*Korea Investment Service Center*, ou KISC) et du Bureau du médiateur pour les investissements.

Le KISC a été créé en avril 1998. Il ne s'occupe que de stimuler l'investissement en se chargeant de toutes les démarches nécessaires, depuis les visites de sites jusqu'à l'autorisation et l'approbation définitive de l'investissement. Il offre un service unique et complet pour une entrée réussie sur le marché coréen et ses experts en visas, acquisitions de propriété, codes de construction, etc., peuvent répondre aux questions des investisseurs et les guider tout au long du processus. Le KISC apporte également son aide pour les opérations de fusion et d'acquisition, les entreprises conjointes, les problèmes juridiques, comptables et fiscaux, les questions de logement, d'école et de santé, les études de faisabilité, la recherche de partenaires et les études de marché.

Le Bureau du médiateur pour les investissements a été créé pour aplanir les difficultés rencontrées par les investisseurs étrangers qui souhaitent réaliser leurs transactions en Corée, que ces difficultés soient de l'ordre de l'investissement même ou de leur installation. Le KISC et l'OIO doivent s'efforcer ensemble de créer un climat plus attrayant pour l'investissement étranger, en essayant de réduire les coûts de mise en conformité avec les réglementations administratives.

Inauguré le 26 octobre 1999, l'OIO possède une équipe de 30 Coréens, spécialisés dans divers domaines de l'investissement. N'importe laquelle des 3 269 entreprises dont le taux d'investissement étranger dépassait 10 pour cent en 1999 peut demander que l'un de ces spécialistes soit désigné pour l'aider à venir à bout des formalités. Cette politique de service individualisé signifie que les spécialistes traitent des problèmes au cas par cas.

Quand on leur demande quels sont les points les moins positifs de la vie en Corée, les investisseurs étrangers citent en général l'attitude des syndicats envers des sociétés étrangères et le record coréen de transparence dans les comptes ! Parmi les 200 cas présentés à l'OIO à la fin de l'année 1999, et dont 132 ont trouvé une solution, l'impôt vient en tête des plaintes (26), suivi par les litiges avec les salariés (23), le secteur financier (21), les procédures d'investissement (18), les visas (14), les déclarations en douane (13) et la construction (12).

Le médiateur a l'autorité nécessaire pour lancer des investigations directes à la suite d'une plainte d'une société étrangère ; il a également le pouvoir de demander la coopération des institutions administratives compétentes, qui disposent de sept jours pour proposer une solution. Si la solution nécessite un amendement important des lois ou de la réglementation, le problème peut alors être soumis au cabinet du Comité de l'investissement étranger. Issus du secteur privé et d'organismes publics spécialisés, les 30 experts coréens ont une expérience des questions d'investissement international et ont tous pour mission de veiller à ce que la Corée offre les meilleures conditions possibles aux investisseurs.

La Corée a jusqu'ici enregistré de très bons résultats. En décembre 1999, l'OIO a mené une étude auprès de 178 entreprises (dont de grandes multinationales de 20 pays, notamment des États-Unis, du Royaume-Uni et du Japon) sur leur perception du climat de l'investissement en Corée : 74 pour cent des entreprises ont estimé que la Corée était une « cible attractive pour l'investissement » et 53 pour cent ont déclaré qu'elles avaient l'intention d'y investir dans les deux ou trois ans.

Mais de nombreuses améliorations restent encore à apporter. S'appuyant sur les réactions positives de la communauté internationale, le Bureau du médiateur pour les investissements projette d'étendre sa gamme de services et de mettre à la disposition des entreprises une base de données à laquelle elles pourront accéder pour obtenir toutes sortes d'informations liées à des problèmes d'investissement, sur les nouvelles lois et réglementations ou pour avoir un aperçu précieux des politiques poursuivies. Un « cyber-médiateur » permettra aux investisseurs étrangers de déposer leurs plaintes en ligne et de recevoir de l'aide par courrier électronique. Les autres objectifs sont, notamment, le renforcement de l'aide des gouvernements locaux aux investisseurs situés dans les régions, et la publication d'un guide des affaires renfermant des informations sur l'investissement et les problèmes d'installation.

L'efficacité de l'OIO serait encore plus grande si ses pouvoirs étaient renforcés. Son objectif est d'améliorer l'image que le monde a de la Corée en attirant l'investissement direct étranger et en offrant aux investisseurs des services de suivi indispensables leur garantissant que leur décision est la plus rentable possible.

Conclusions

L'IDE a joué un rôle négligeable dans le développement économique de la Corée et l'idée que l'on « achète la Corée » n'est qu'exagération. Même en 1999, la part de l'IDE dans la formation de capital fixe intérieur total était largement inférieure à celle de bien d'autres pays d'Asie du Sud-Est. De plus, selon le *World Investment Report 1999* de la CNUCED, la Corée est le pays en développement ayant l'indice de transnationalité le plus faible, reflétant une activité étrangère minimale dans l'économie coréenne si on la mesure en part étrangère dans les participations, les ventes et les emplois.

Mais en dépit de sa faiblesse, l'IDE a eu une influence non négligeable sur le développement économique de la Corée, en stimulant les employés qualifiés et les employeurs, et en apportant une aide technique pour les sous-traitants, contribuant ainsi à la constitution de réserves en devises et améliorant la productivité, la structure financière et la transparence de la gestion.

L'IDE continuera à être un facteur déterminant dans la progression de la Corée vers le développement industriel, mais de nombreux défis restent encore à relever pour l'attirer dans le pays.

Avec l'entrée prochaine de la Chine dans l'OMC et l'embellie économique d'autres pays après la terrible crise financière, la compétition pour l'IDE s'est intensifiée. La Chine, Taipei chinois/Taipei, Chine, la Malaisie, Singapour et la Thaïlande s'efforcent tous d'attirer l'IDE. La Corée devra donc maximiser ses avantages comparatifs en Asie et faire preuve d'imagination dans l'utilisation de ses richesses et de ses ressources si elle veut faire face aux défis d'un monde sans frontières et d'une économie mondialisée. En combinant les avantages de sa main-d'œuvre qualifiée, de ses bases technologiques et de sa situation stratégique en Asie, la Corée cherchera à instaurer une nouvelle société fondée sur le savoir pour le nouveau millénaire.

Mais cela va nécessiter de nouveaux modes de pensée et de comportement. Peter Drucker, le fameux gourou américain de la gestion d'entreprise, a déclaré que la première étape menant à l'innovation organisationnelle était d'*abandonner ce que l'on faisait hier*¹¹. La compétitivité sera déterminée par la capacité à créer et à traiter de nouvelles connaissances plutôt que par une productivité quantitative du capital et du travail physiques. Le savoir sera la source la plus puissante de croissance durable.

L'explosion d'Internet a provoqué des changements surprenants dans les échanges et les transactions mondiales. L'autoroute de l'information a accéléré la mondialisation et rapproché les différentes parties du monde les unes des autres. La bourse de New York a déjà établi toutes sortes de records, et il est probable que le reste du monde suivra avec l'arrivée de nouvelles économies performantes. Ceux qui demeurent fidèles aux anciennes méthodes verront l'écart se creuser entre eux et le monde en marche ; l'investissement étranger sera un atout déterminant dans cette course.

Mue par sa volonté de rester en tête de la course, la Corée s'efforcera de relever les défis immédiats (concurrence avec des économies émergentes comme la Chine, mondialisation et mise en place des fondements d'une société innovante) en exploitant les racines créatives de son peuple et en tirant parti de sa capacité à offrir aux investisseurs étrangers des solutions et des services de qualité.

Notes

1. Cette définition est donnée dans *Balance of Payments Manual* du Fonds monétaire international (FMI).
2. Dunning, J. (1995), "Reappraising the Eclectic Paradigm in an Age of Alliance Capitalism", *Journal of International Business Studies*, vol. 26 (3), pp. 461-493.
3. Mocie (1999), *FDI, Road to Enhancing Nation's Competitiveness* (en coréen), octobre.
4. Chang, Y.J. (1998), *Economic Effects of FDI in Korea and Suggestions for an Agenda for the Future* (en coréen), document de séminaire interne, décembre, pp. 18-23.
5. Seungjin, K. (1999), "Host Country Effects of IDE: The Case of Korea", séminaire du KIEP (Korean Institute for International Economic Policy) sur le thème *The Entry of Foreign MNCs and the Globalization of the Korean Economy*, KIEP, novembre, p. 18.
6. Choi, N. (1999), *Evaluating the Benefits of Market Opening for the Korean Economy* (en coréen), novembre, pp. 139-145.
7. D'après le tableau 17 de Rhee, D. (1999), "The Entry of Foreign Multinationals and its Impact on Korea's Market", séminaire du KIEP sur le thème *The Entry of Foreign MNCs and the Globalization of the Korean Economy*, KIEP, novembre, p. 50 et Bank of Korea (2000), *Press Release*, n° 6-7, 16 juillet.
8. Le gouvernement a enregistré un excédent budgétaire constant de 1993 à 1996, qui s'est transformé en déficit après la crise financière. En 1998, le taux du déficit budgétaire consolidé du gouvernement central atteignait 4.2 pour cent du PIB. Mais grâce à une reprise économique rapide, ce taux a chuté à 2.7 pour cent en 1999, ce qui représente un résultat bien meilleur que l'objectif prévu de 5.1 pour cent. Le gouvernement vise à réduire progressivement ce déficit de manière à atteindre l'équilibre budgétaire d'ici 2003.
9. Tolchin, M. et S. (1998), *Buying into America: How Foreign Money is Changing the Face of Our Nation*, Times Books, New York, p. 274.
10. Mocie (2000), *Report to the Foreign Investment Executive Committee*, 29 février.
11. Drucker, P. (1999), *Managing for the Future*, Penguin, New York, NY.

Leçons de la crise asiatique

*Philippe de Fontaine Vive**

Il s'agit de la dernière intervention de cette journée. Il s'agit aussi de ma dernière intervention au forum asiatique au sein duquel j'ai déjà eu l'honneur d'intervenir à plusieurs reprises.

Je souhaiterais simplement aujourd'hui vous faire part de quelques idées centrales relatives à la politique d'aide publique au développement de la France en Asie, dont j'ai assuré la coordination financière au cours de ces dernières années.

Je ne ferai pas ici de propos généraux sur la globalisation. Je souhaiterais plutôt focaliser mon exposé sur les leçons que nous tirons des politiques de développement et sur la stratégie que nous avons retenue en France. Mais je ne vous cacherai pas que nous avons besoin d'améliorer notre dispositif d'aide en Asie, qui est lacunaire sans doute parce que l'Asie est loin de la France.

La première leçon que nous avons tirée est que pour lutter contre la pauvreté, nous avons besoin de règles internationales, de transparence. Comment, en effet, mobiliser des moyens ambitieux sans disposer d'un cadre apte à mener les réformes à terme ? Les lois économiques de base finissent par reprendre toute leur rigueur et toute leur force après la crise financière. Essayons de faire en sorte que nous restions dans l'après-crise pour longtemps sans en trouver de nouvelle sur le chemin.

La deuxième leçon internationale que nous avons apprise, c'est qu'il faut épargner pour investir, il faut épargner pour ne pas s'endetter. La communauté internationale depuis trois, quatre ans, a constaté que les pays les plus pauvres, malheureusement par défaut d'épargne, avaient dû se surendetter ; elle a lancé la grande initiative des pays pauvres très endettés (ou HIPC) pour y mettre fin. Cela a plusieurs conséquences. En particulier, l'Asie est en quelque sorte victime de cette démarche, parce que la sagesse asiatique et son incitation à épargner ont fait en sorte que pratiquement aucun pays asiatique ne se trouve aujourd'hui devoir bénéficier de cette initiative alors qu'elle a capté une bonne partie de nos flux d'aide publique au développement. La vertu a parfois des effets inattendus.

* Sous-directeur, Endettement, développement et marchés émergents, Direction du Trésor, ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie, France.

La troisième remarque est que les budgets d'aide publique au développement baissent. Nous sommes plusieurs au sein de l'OCDE, en particulier du Comité d'aide au développement, à plaider pour que les flux d'aide publique au développement s'accroissent mais, au-delà des discours, la réalité est qu'ils baissent significativement et qu'en conséquence, il nous faut être plus efficaces, ce qui veut dire faire la même chose avec moins. Dans cette recherche, toutes les organisations internationales, notamment la Banque asiatique de développement, sont appelées à faire « preuve d'économie », et à demander plus aux pays dans le cadre des réformes en leur apportant moins de ressources. C'est un fait là encore et les présentations que nous pouvons en faire n'y changent rien. J'ajouterai deux points sur ce constat mondial qui ne sont pas des ambitions mais qui sont des défis.

- Le premier est la lutte contre les paradis fiscaux et la protection contre la criminalité internationale. C'est un thème montant. C'est au Trésor français, en 1988, qu'est née l'idée du Groupe d'action financière internationale pour lutter contre la délinquance financière internationale. A l'époque nous étions assez peu nombreux à y croire. Aujourd'hui nous sommes arrivés, douze ans plus tard, à publier une première liste de pays, et cela a de la crédibilité. Puisque tout le monde s'y réfère, cela a une force. C'est la force des idées. Aujourd'hui, être sur cette liste est considéré comme infamant. Elle paraît dans les premières pages des journaux et a un effet sur les politiques d'investissements du secteur privé ; elle a des effets sur la façon dont les centres financiers se comportent. Donc, la force des idées comme celles que veut manier l'OCDE me paraît à souligner et ce thème de la lutte contre les exactions internationales aura une importance croissante.
- Le deuxième thème dont l'importance ira croissant est celui de l'ouverture commerciale. On peut tenir tous les discours — là aussi — que l'on veut. Les budgets d'aide publique au développement baissent et l'on constate que c'est l'ouverture des frontières commerciales qui porte le plus le développement. De nombreux ministres prennent la parole pour dire cela. Le nouveau round de l'OMC est certainement une grande opportunité en ce sens et je crois fondamentalement que ceux qui sont généreux en termes d'aide publique au développement devront progressivement devenir généreux en termes d'ouverture commerciale, par souci de cohérence. Cela prendra du temps, quelques années, mais s'imposera également.

Dans ce contexte, qu'a fait la France envers le continent asiatique ?

Nous avons fait un choix clair qui est d'être peu présents en termes bilatéraux sur l'aide publique au développement. Par choix culturel, historique, nous avons fait le choix de l'ancienne Indochine en mettant le Laos, le Cambodge et le Vietnam dans la zone de solidarité prioritaire et nous avons parié sur le multilatéral pour l'aide publique au développement des autres pays pour lesquels nous ne pouvons pas, à titre solitaire, avoir un impact significatif. C'est un choix politique pour la France, c'est un choix extrêmement européen, mais c'est un choix qu'il faudra assumer parallèlement.

Dans le même temps, à titre commercial, nous pensons que l'Asie est l'une des zones d'expansion les plus fortes, non pas par sa puissance démographique et économique actuelle mais parce qu'il y a des moteurs de développement considérables. La valeur du travail sur ce continent est reconnue. On ne sait pas ce que deviendra l'Europe dans quelques années, mais pour l'instant, c'est plus en Chine que l'on valorise le travail qu'en France et donc il y a certainement des gains de productivité très importants à attendre des investissements faits en Asie. C'est pourquoi également, à titre commercial, la France essaie de signer un accord de protection d'investissement avec chacun des pays (nous en avons déjà une quinzaine de signés). C'est pourquoi également la plupart des grands marchés asiatiques sont éligibles aux instruments de soutien de nos exportations ; en particulier la Chine, les Philippines, l'Indonésie, la Thaïlande et l'Inde sont éligibles à la procédure dite de soutien « réserve pays émergents ». Pour le reste, nous souhaitons avoir la relation la plus proche possible entre les décideurs asiatiques et européens. Et pour cela, une des voies les plus fortes est évidemment la voie européenne. Cela nous amène à la dimension multilatérale.

Nous sommes le 3 juillet, donc au tout début de la présidence française de l'Union européenne. Mais ce n'est pas seulement un concours de circonstances qui serait un petit peu trop facile. Il est clair que nous avons de tels enjeux en Asie que seule une union d'États souverains européens est capable de « faire jeu égal » avec d'autres grands partenaires comme les États-Unis. C'est pourquoi, même si aujourd'hui une problématique comme celle de l'ASEM est encore en devenir, bien commencée mais encore en devenir, nous pensons que c'est par l'importance des contributions européennes — de l'ordre de près d'un milliard d'euros par an — que nous serons capables d'exister comme partenaires majeurs des pays asiatiques. Nous le disons pour nous-mêmes, en tant qu'européens, mais nous le disons évidemment au niveau des organisations. Il y a ainsi quatre principes que nous souhaitons voir se développer.

Le premier c'est que les organisations internationales se coordonnent. Cela va de soi mais, si l'on doit le rappeler dans pratiquement toutes nos interventions, c'est que ce n'est pas le cas aujourd'hui. Ne serait-ce que dans un exemple aussi simple et aussi urgent que celui de l'aide au Timor Oriental, il a fallu peser de tout notre poids d'actionnaire pour que la Banque mondiale et la Banque asiatique de développement travaillent ensemble et non pas l'une contre l'autre. Nous y sommes arrivés mais ce ne sont pas les institutions qui l'ont voulu, puisque chaque institution a ses propres projets ou ambitions particulières. La coordination doit donc être un maître mot constant. Deuxième maître mot qui va évidemment de pair : la complémentarité. On veut toujours se coordonner avec l'autre s'il est plus petit et s'il est prêt à suivre nos propres instructions. C'est quelque chose que l'on entend très souvent, par exemple venant de la Banque mondiale. Le discours que nous tenons est un peu différent. C'est celui des valeurs ajoutées relatives. Que chaque institution nous montre ce en quoi elle est particulièrement performante. Dans les domaines où elle est particulièrement performante, elle doit être leader et les autres partenaires doivent le reconnaître. C'est pourquoi j'espère que nous aurons assez prochainement un accord de coopération entre la Banque mondiale et la Banque asiatique de développement pour que l'une et l'autre se reconnaissent leader sur certains secteurs.

Troisième règle importante d'action multilatérale : c'est évidemment la transparence. Nous le demandons aux gouvernements, les nôtres et ceux qui bénéficient de l'aide publique au développement. Les institutions internationales doivent également être exemplaires. Nous avons tous des progrès à faire à cet égard. Enfin, il faut un régime qui soit attrayant et qui comporte des sanctions. Cela veut dire que les allocations d'aide publique au développement doivent être fonction des performances réelles des pays. Nous avons tous tendance à énoncer cela dans le principe et dès qu'il faut couper un programme d'aide, à hésiter, au risque de ne pas être capable de soutenir le redressement d'une politique économique. Si je prends l'exemple du Pakistan, il est clair que les efforts menés par ce pays aujourd'hui méritent un effort « particulier » par rapport aux années antérieures, parce que le Pakistan est dans une phase difficile. Nous avons une vraie différence à marquer en lui apportant maintenant les ressources nécessaires pour sortir de la crise. Le même raisonnement vaudrait pour l'Indonésie. Cependant, comme les ressources ne sont pas illimitées, il faut savoir de temps en temps aussi sanctionner des évolutions qui prennent trop de temps parce que certains régimes n'ont pas compris que nous sommes dans une économie mondiale capitaliste et qu'il n'y a pas d'autres façons de se développer aujourd'hui. Mais cela est évidemment plus difficile.

Au total, derrière les impératifs, reconnus par tous, de lutte contre la pauvreté, de guichets concessionnels qui ne voient pas baisser leurs montants, de coordination, nous avons un défi formidable qui est d'essayer d'avoir des circonscriptions dans nos propres pays qui soutiennent ces politiques d'aide au développement. Nous ne les avons pas totalement aujourd'hui, il faut bien le reconnaître : nos partenaires en développement ne font pas campagne dans l'opinion en faveur de l'aide publique au développement. Cela aboutit à des budgets d'aide publique au développement en restriction. Ce n'est pas la faute de tiers, c'est la rencontre normale dans une économie de marché entre des aspirations différentes. Et si ensemble, entreprises, gouvernements, organisations non gouvernementales, administrations concernées, nous ne savons pas faire passer ce type d'impératifs de solidarité et de développement bien compris à long terme, devant d'autres impératifs tout aussi louables et je préfère n'en citer aucun, nous irons vers une restriction inexorable des budgets d'aide publique au développement. Il y a donc tout un discours à mener et un travail de lobbying dans l'ensemble de nos sociétés. Le Centre de Développement est certainement pour ce faire un des endroits possibles et souhaitables.

Pour ce qui est de l'Asie, il est absolument souhaitable que les pays asiatiques ne formulent pas seuls leurs ambitions en matière de développement. Il est indispensable que cela se fasse en pleine concertation avec les pays dits non régionaux. Un bon équilibre passerait donc par une formulation dans une enceinte où les pays régionaux seraient majoritaires, les pays non régionaux minoritaires mais présents et manifestant concrètement leur solidarité. Vous aurez certainement deviné que, par là-même, je brosse le portrait de la Banque asiatique de développement qui devrait oser être plus orientée vers les politiques de développement et pas seulement vers des projets de développement. Pour ce, elle peut compter sur le soutien non seulement de la France mais aussi de l'ensemble des pays européens.

Sixième Forum international sur les perspectives asiatiques

PROGRAMME

Sixième Forum international sur les perspectives asiatiques

Co-présidents du Forum Jorge Braga de Macedo, Président,
Centre de Développement de l'OCDE
Tadao Chino, Président, Banque asiatique de développement

Co-présidents du séminaire Gunter Hecker, Conseiller principal,
Banque asiatique de développement
Ulrich Hiemenz, Directeur de la coordination,
Centre de Développement de l'OCDE

Conférence publique

Lundi, 3 juillet 2000

Inauguration Stéphane Pallez, Chef du service des affaires européennes
et internationales, ministère de l'Économie, des Finances
et de l'Industrie, représentant Laurent Fabius,
ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie,
France

Allocution d'ouverture Jorge Braga de Macedo, Président,
Centre de Développement de l'OCDE

Introduction Tadao Chino, Président, Banque asiatique de développement

Session I : Panel suivi d'un débat

Christine Wallich Directeur, Département Infrastructure, Énergie et Finance
(Ouest), Banque asiatique de développement

Ken Yagi Directeur général adjoint, Bureau international,
ministère des Finances, Japon

Norbert Walter Économiste en chef, Deutsche Bank, Allemagne

Session II : Panel suivi d'un débat

Hafiz Ahmed Pasha Directeur exécutif, Social Policy and Development Centre,
Pakistan

José Braz Partner, TEcFinance, Lda., Portugal

Kim Wan-Soon Médiateur, Office of the Investment Ombudsman, Corée

Philippe de Fontaine Vive Sous-directeur du Trésor
Dette, développement et marchés émergents
Ministère de l'Économie, des Finances
et de l'Industrie, France

Séminaire d'experts

Mardi, 4 juillet 2000

Allocution d'ouverture et Introduction

Jorge Braga de Macedo, Président,
Centre de Développement de l'OCDE

Gunter Hecker, Conseiller principal,
Banque asiatique de développement

Session I : Politiques du secteur financier pour mobiliser les ressources nationales et réforme des dépenses publiques pour alléger les contraintes budgétaires

Présentation sur les politiques du secteur financier :

Yun-Hwan Kim, Économiste en chef,
Economics and Development Resource Center,
Banque asiatique de développement

Présentation sur la réforme des dépenses publiques :

David Green, Économiste en chef, Département
des programmes (Est),
Banque asiatique de développement

Commentateur : William Witherell, Directeur, Direction des Affaires
Financières, Fiscales et des Entreprises de l'OCDE

Commentateur : Kiichiro Fukasaku, Chef de Division de Recherche,
Centre de Développement de l'OCDE

Session II : Besoins en épargne étrangère après la crise

Présentation : Helmut Reisen, Chef de Division de Recherche,
Centre de Développement de l'OCDE

Commentateur : Kim Wan-Soon, Médiateur, Office of the Investment
Ombudsman, Corée

Session III : Privatisation et participation du secteur privé aux projets de développement

Présentation : Sean O'Sullivan, Spécialiste sectoriel senior (public/privé)
Département Infrastructure, Énergie et Finance (Est),
Banque asiatique de développement

Commentateur : Ulrich Hiemenz, Directeur de la coordination,
Centre de Développement de l'OCDE

Session IV : Politiques de coopération au développement en Asie des pays Membres du CAD

Co-président du séminaire : Jean-Claude Faure, Président,
Comité d'aide au développement de l'OCDE

Présentation : Scott Simon, Administrateur principal,
Direction de la Coopération pour le Développement
et Pietro Veglio, Chef de Division,
Direction de la Coopération pour le Développement
de l'OCDE

Commentateur : Hafiz Ahmed Pasha, Directeur exécutif,
Social Policy and Development Centre, Pakistan

Conclusion : Jorge Braga de Macedo, Christine Wallich et Gunter Hecker

LISTE DES AUTEURS ET DES PARTICIPANTS

Intervenants, auteurs, experts et commentateurs
Séminaire d'experts (4 juillet 2000)

Sergio Alessandrini	ISLA, Italie
Frank Black	Department for International Development (DFID), Royaume-Uni
Jean Bonvin	Professeur, IDHEAP, Université de Lausanne, Suisse, Ancien Président du Centre de Développement de l'OCDE
Jorge Braga de Macedo,	Président, Centre de Développement de l'OCDE
William Branson	Université de Princeton, États-Unis
José Braz	Partner, TEcFinance, Lda., Portugal
J. Edgardo Campos	Économiste principal, Banque asiatique de développement
Tadao Chino	Président, Banque asiatique de développement
Odile Cornet	<i>Le Moci</i> , France
Jean-Claude Faure	Président, Comité d'aide au développement de l'OCDE
Philippe de Fontaine Vive	Sous-directeur du Trésor, Dettes, développement et marchés émergents, Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, France
Kiichiro Fukasaku	Chef de Division de Recherche, Centre de Développement de l'OCDE
Peter Grant	Department for International Development (DFID), Royaume-Uni
David Green	Économiste en chef, Banque asiatique de développement
Gunter Hecker	Conseiller principal, Banque asiatique de développement
Ulrich Hiemenz	Directeur de la coordination, Centre de Développement de l'OCDE
Miroslav Hrnčíř	Directeur exécutif en chef, Banque nationale tchèque, République tchèque
Kim Wan-Soon	Médiateur, Office of the Investment Ombudsman, Corée
Yun-Hwan Kim	Économiste en chef, Banque asiatique de développement
Frans van Loon	Directeur exécutif, Emerging Markets Group, ING Barings, Pays-Bas

Françoise Nicolas	IFRI - Institut français des relations internationales, France
Irene Nørlund	Chercheur principal associé, Nordic Institute of Asian Studies, Danemark
Peter Nunnenkamp	Chef de Division de recherche, Kiel Institute of World Economics, Allemagne
Sean O'Sullivan	Spécialiste sectoriel senior (public/privé) Département Infrastructure, Énergie et Finance (Est), Banque asiatique de développement
Stéphane Pallez	Chef du service des affaires européennes et internationales, Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie
Hafiz Ahmed Pasha	Directeur exécutif, Social Policy and Development Centre, Pakistan
Lionel Price	Managing Director, Sovereigns Fitch IBCA Ltd, Royaume-Uni
Helmut Reisen	Chef de Division de Recherche, Centre de Développement de l'OCDE
Bernd Schnatz	Deutsche Bundesbank, Allemagne
Scott Simon	Administrateur principal, Direction de la Coopération pour le Développement de l'OCDE
Pietro Veglio	Chef de Division, Direction de la Coopération pour le Développement de l'OCDE
Christine Wallich	Directeur, Département Infrastructure, Énergie et Finance (Ouest), Banque asiatique de développement
Norbert Walter	Économiste en chef, Deutsche Bank, Allemagne
William Witherell	Directeur, Direction des Affaires Financières, Fiscales et des Entreprises de l'OCDE
Ken Yagi	Directeur général adjoint, Bureau international, ministère des Finances, Japon

CORPS DIPLOMATIQUE

(y compris les délégations nationales auprès de l'OCDE)

ALLEMAGNE

Eduard Westreicher
Délégation de l'Allemagne auprès de l'OCDE
France

CHILI

Alexis Guardia
Ambassade de la République du Chili
France

CHINE

S.E. Jianmin Wu
Ambassadeur extraordinaire et plénipotentiaire de la Chine
France

CORÉE

Suk-Bum Park	Han-Pack Chun
Délégation de la Corée auprès de l'OCDE	Délégation de la Corée auprès de l'OCDE
France	France

FRANCE

Guillaume Ollagnier
Ministère des Affaires étrangères, Direction des affaires
économiques et financières
France

GRÈCE

Dimitris Andreou
Délégation de la Grèce auprès de l'OCDE
France

HONGRIE

S.E. Béla Kádár
Ambassadeur, Représentant permanent de la Hongrie auprès de l'OCDE
France

ITALIE

Guido La Tella
Délégation de l'Italie auprès de l'OCDE
France

JAPON

Tomoko Onuki
Délégation du Japon auprès de l'OCDE
France

Kazunori Miura
Japan International Cooperation
Agency (JICA)
France

MALAISIE

S.E. Mme Rajmah Hussain
Ambassadeur extraordinaire et plénipotentiaire de la Malaisie
France

MEXIQUE

Magdalena Diaz
Délégation du Mexique auprès de l'OCDE
France

PAYS-BAS

Paul Sciarone
Délégation des Pays-Bas auprès de l'OCDE
France

PHILIPPINES

S.E. Hector Villarroel
Ambassadeur extraordinaire et plénipotentiaire des Philippines
France

PORTUGAL

S.E. Jorge de Lemos Godinho
Ambassadeur, Représentant permanent
Délégation du Portugal auprès de l'OCDE
France

Irene Parades
Délégation du Portugal auprès de l'OCDE
France

RÉPUBLIQUE TCHÈQUE

Pavel Klíma
Délégation de la République tchèque
auprès de l'OCDE
France

Lenka Adamcova
Université de Sciences économiques,
Prague,
République tchèque

SUÈDE

S.E. Anders Ferm
Ambassadeur, Représentant permanent
de la Suède auprès de l'OCDE
France

Marie Hesselman
Ministère des Finances
Suède

SUISSE

Paul Obrist
Délégation de la Suisse auprès de l'OCDE
France

THAÏLANDE

Ranoppun Kapittai
Ambassade royale de Thaïlande
France

VIETNAM

S.E. Nguyen Dung
Ambassadeur extraordinaire et plénipotentiaire du Vietnam
France

MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE, DES FINANCES ET DE L'INDUSTRIE
(outre les personnes mentionnées dans le programme)

Myriam Thiberge
Trésor

Patrick Thomas
Directeur,
Banque asiatique de développement

SECRÉTARIAT DE L'OCDE

(outré les personnes mentionnées dans le programme)

Département des Affaires Économiques

Sanghoon Ahn Économiste

Direction de la Coopération pour le Développement

Kaori Miyamoto Administrateur

Direction des Affaires Financières, Fiscales et des Entreprises

Fujiki Hayashi Chef de l'Unité pour les relations
avec les non membres : réforme du secteur financier

Service de la Gestion Publique

Frédéric Boudier Administrateur
Scott Jacobs Chef de Division, Activité PUMA et Activité horizontale

Direction des Relations Publiques et de la Communication

John West Administrateur principal des événements spéciaux

Centre de Développement de l'OCDE

Federico Bonaglia	Équipe de recherche
Catherine Duport	Administrateur principal, Services administratifs
Colm Foy	Chef de la communication
Henny Helmich	Chef de Division, Coopération extérieure et Dialogue sur les politiques
Irène Hors	Chercheur
Roberto Longo	Assistant de recherche
Charles Oman	Chercheur principal
Marcelo Soto	Assistant de recherche

Secrétariat du Forum

Marsha Beaudoin	Secrétaire du Forum
Terri Wells	Secrétaire-Assistante
Sandrine Sabatier	Secrétaire-Assistante

LES ÉDITIONS DE L'OCDE, 2, rue André-Pascal, 75775 PARIS CEDEX 16
IMPRIMÉ EN FRANCE
(41 2000 09 2 P 1) ISBN 92-64-28546-6 – n° 51572 2000