

Fingerand, K. Michael; Schuknecht, Ludger

Research Report

Commerce, finances et crises financieres

WTO Special Studies, No. 3f

Provided in Cooperation with:

World Trade Organization (WTO), Economic Research and Statistics Division, Geneva

Suggested Citation: Fingerand, K. Michael; Schuknecht, Ludger (1999) : Commerce, finances et crises financieres, WTO Special Studies, No. 3f, World Trade Organization (WTO), Geneva

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/107056>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.



ORGANISATION MONDIALE
DU COMMERCE



D
O
S
S
I
E
R
S

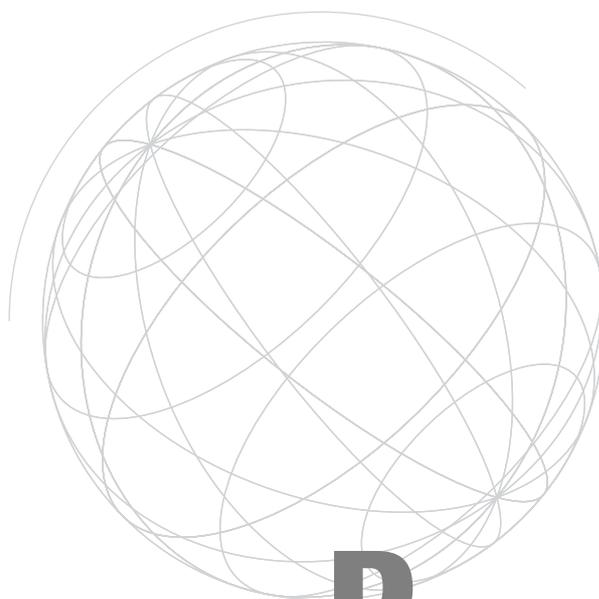
S
P
E
C
I
A
U
X

3

**COMMERCE, FINANCES
ET CRISES FINANCIÈRES**



ORGANISATION
MONDIALE
DU COMMERCE



**D
O
S
S
I
E
R
S

S
P
É
C
I
A
U
X

3**

**COMMERCE, FINANCES
ET CRISES
FINANCIÈRES**

K. Michael Finger et
Ludger Schuknecht

Nous tenons à remercier Neven Stipanovic de son aide très précieuse, ainsi que Willy Alfaro, Clem Boonekamp, Richard Eglin, Masamichi Kono, Jessy Kreier, Patrick Low, Hamid Mamdouh, Karen McCusker et Paul Shanahan pour leurs nombreux commentaires et suggestions. Toute erreur ayant pu subsister relève de la responsabilité des auteurs, et le présent document reflète uniquement l'opinion des auteurs et non celle de l'OMC.

Cette étude est également disponible en anglais et en espagnol – Prix: 30 francs suisses.

Les commandes sont à adresser à:

Publications de l'OMC
Centre William Rappard
154 Rue de Lausanne
CH-1211 Genève
Tél.: (41 22) 739 5208/5308
Téléfax: (41 22) 739 5458
Courrier électronique: publications@wto.org

ISBN 92-870-2210-4
Imprimé en Suisse
X-1999, 1 000
© Organisation mondiale du commerce, 1999

Table des matières

I.	Introduction et résumé	1
II.	Les liens entre le commerce et le secteur financier	3
A.	Importance du financement pour le commerce et la croissance	3
B.	Instruments financiers liés au commerce	5
C.	Les agences de crédit à l'exportation et le rôle de l'État dans le financement des échanges commerciaux	10
	Annexe du chapitre II: commerce et politique de change	15
III.	Crises financières et commerce	21
A.	Pourquoi s'inquiéter des crises financières?	21
B.	Causes des crises financières	24
C.	Retombées économiques, sociales et commerciales d'une crise financière	27
D.	Rôle du commerce dans la prévention et le règlement des crises	31
	Annexe du chapitre III: stratégies permettant de prévenir et de régler une crise financière en dehors du cadre de la politique commerciale	35
IV.	Aperçu historique des crises financières et de leurs incidences économiques et commerciales	39
A.	La grande dépression	39
B.	Crises financières survenues entre la fin des années 70 et le milieu des années 90	41
C.	La crise asiatique	52
V.	Le commerce, les finances et le rôle de l'OMC	61
A.	Distorsions des échanges attribuables aux liens entre commerce et finances, et disciplines de l'OMC	61
B.	Le système commercial multilatéral et la stabilité financière	63
VI.	Conclusion	67
	Bibliographie	69

Liste des tableaux

Annexe – Tableau I.1: Les principaux régimes de change et leurs caractéristiques	19
Tableau III.1: Projections de croissance depuis le début de la crise asiatique	28
Tableau III.2: Évolution des échanges dans un pays touché par une crise financière	30
Tableau III.3: Projections du commerce de marchandises depuis le début de la crise asiatique	31
Tableau IV.1: Indicateurs économiques de certains pays industriels pendant la grande dépression	40
Tableau IV.2: Valeur et volume des exportations de marchandises dans le monde, 1929-1937	41
Tableau IV.3: Causes et coût de différentes crises financières entre la fin des années 70 et le milieu des années 90	43
Tableau IV.4: Solutions adoptées et politiques de taux de change dans le cadre de crises financières, entre la fin des années 70 et le milieu des années 90	46
Tableau IV.5: Ouverture commerciale et crises financières, par groupes de pays, entre les années 70 et le milieu des années 90	51
Tableau IV.6: Variation du taux de change dans les pays asiatiques en crise et les pays en développement concurrents, entre juin 1997 et septembre 1998	53
Tableau IV.7: Incidences économiques et sociales de la crise financière asiatique	55
Tableau IV.8: Structure des importations de marchandises de la République de Corée, de 1996 à 1998	56
Tableau IV.9: Enquêtes antidumping ouvertes contre les exportateurs d'Indonésie, de la République de Corée, de la Malaisie, des Philippines et de la Thaïlande (Asie des Cinq), 1993-1997	59

Liste des figures et graphiques

Graphique II.1: Protection contre les divers risques engendrés par le commerce international	7
Graphique II.2: Transfert du risque économique (commercial) entre l'exportateur et l'importateur, selon le type de contrat	8
Figure III.1: Exemple de bilan	22
Figure IV.1: La contraction du commerce mondial de janvier 1929 à mars 1933	42
Graphique IV.1: Crises financières et évolution de l'économie dans 25 pays, entre la fin des années 70 et le milieu des années 90	47

Graphique IV.2: Incidences économiques des crises financières dans quelques groupes de pays, entre la fin des années 70 et le milieu des années 90	48
Graphique IV.3: Crise financière et chômage dans quelques pays, entre la fin des années 70 et le milieu des années 90	49
Graphique IV.4: Crises financières et évolution des échanges, entre la fin des années 70 et le milieu des années 90	50
Graphique IV.5: Production et inflation dans les pays d'Asie en crise, 1994-1998	54
Graphique IV.6: Évolution des échanges dans les pays d'Asie en crise, 1994-1998	56
Graphique IV.7: Le commerce des marchandises en République de Corée, en Malaisie et en Thaïlande selon l'origine et la destination, 1996-1998	57

Liste des encadrés

Encadré II.1: Asymétrie de l'information, antisélection et risque moral sur les marchés financiers	4
Encadré II.2: Le commerce et la finance au moyen âge, précurseurs du système commercial et financier international actuel	5
Encadré II.3: Les agences de crédit à l'exportation dans les pays en développement et dans les pays industriels	11
Encadré II.4: Coopération internationale entre sociétés d'assurance-crédit	12
Encadré II.5: Arrangement de l'OCDE relatif aux crédits à l'exportation	13
Encadré II.6: Principes d'une «bonne» politique de financement des échanges	13
Encadré IV.1: Exemples de crises financières	44

I. Introduction et résumé

Un secteur financier développé et stable et un système commercial international ouvert sont deux des éléments essentiels à la prospérité des pays. Il existe entre les finances et le commerce de nombreux liens qui ne sont pas toujours évidents. Les liens entre l'Organisation mondiale du commerce et le secteur financier sont probablement encore moins évidents. La présente étude a pour objet de montrer que le commerce ne peut s'épanouir sans un système financier stable et que la stabilité financière est compromise en l'absence d'un système commercial qui fonctionne bien.

Cette étude commence par expliquer ce qui lie fondamentalement le commerce au secteur financier, avant d'analyser les interactions entre les crises financières et le commerce. On y montre comment les flux de biens et services souffrent de la faiblesse des systèmes financiers et de l'instabilité financière, et pourquoi le protectionnisme est préjudiciable à la stabilité financière. Nous avons voulu aller plus loin qu'un débat «théorique» sur ces rapports d'interdépendance pour examiner les preuves empiriques des interactions entre commerce et finances. Pour finir, nous avons étudié la contribution du cadre de règles commerciales multilatérales de l'OMC à l'existence d'un ordre économique international sain.

Le reste de l'étude se divise en quatre chapitres. Au début du chapitre II, nous examinons brièvement en quoi l'ouverture des échanges et le développement du secteur financier contribuent à la croissance, mais ce chapitre a principalement pour but d'expliquer pourquoi le commerce nécessite un secteur financier qui fonctionne correctement. Premièrement, le crédit permet d'attendre entre le moment de la passation d'une commande et son règlement de sorte qu'une transaction peut se faire même si aucune des parties ne possède suffisamment de liquidités pour la financer. Deuxièmement, le secteur financier aide à couvrir différents risques courus par les négociants, comme les risques commerciaux, les risques de transport, les risques de change et les risques politiques. Beaucoup d'instruments financiers spécifiques ont été mis au point pour cela, et les États aident parfois à supporter des risques particulièrement lourds ou imprévisibles par l'entremise d'agences de crédit à l'exportation. Vu l'importance du risque de change et des turbulences traversées par les marchés des changes au cours des deux dernières années, nous avons ajouté une annexe au chapitre II pour passer rapidement en revue les principes de la détermination des taux de change et pour comparer les avantages et les inconvénients des divers régimes de change et mécanismes d'allocation de devises.

Les crises financières sont parmi les principales causes de perturbation des échanges internationaux. Pendant ces crises, le crédit lié au commerce peut devenir coûteux ou disparaître, et les perturbations de l'économie font baisser la demande de biens et services marchands. Le chapitre III traite de la nature des crises financières et de leurs causes. Nous avons notamment cherché à comprendre le rôle joué par les banques, acteurs-clés des systèmes financiers nationaux. Le chapitre se poursuit par un examen

des effets économiques et commerciaux de ce genre de crise. Il y est expliqué que le commerce fait partie des remèdes à ces crises et n'en est pas une des causes. Le commerce est généralement un facteur très important du maintien et du rétablissement de la stabilité financière, et le maintien d'une politique d'ouverture commerciale tant par les pays frappés par une crise que par leurs partenaires commerciaux, contribue beaucoup au redressement de ces pays. Enfin, ce chapitre se termine par une annexe qui présente brièvement des stratégies de prévention et de règlement des crises en dehors de la sphère commerciale.

Le chapitre IV se compose d'études de cas portant sur des crises financières passées. Nous y passons en revue les causes des crises, les manifestations empiriques de leurs retombées économiques, sociales et commerciales, et la façon dont les politiques commerciales peuvent contribuer, et contribuent parfois, à leur propagation et à leur aggravation. Nous nous sommes concentrés sur la grande dépression, sur plusieurs crises survenues entre la fin des années 70 et le milieu des années 90, et, enfin, sur la crise asiatique récente. La plupart des facteurs aggravant les crises financières se sont répétés au cours des 70 dernières années, à l'exception du protectionnisme qui n'a joué un rôle important que pendant la grande dépression. Nous soutenons que l'absence de réactions protectionnistes fortes dans la période qui a suivi la seconde guerre mondiale est l'une des principales raisons pour lesquelles ces crises ne se sont pas étendues à toute la planète. Il ressort aussi que, dans plusieurs pays, le commerce et l'adoption d'une politique d'ouverture commerciale ont favorisé dans une large mesure la reprise économique au sortir des crises financières.

Pour finir, nous analysons au chapitre V le rôle joué par le système commercial multilatéral en ce qui concerne les interactions entre commerce et finances. Nous y montrons que les règles de l'OMC limitent d'une façon importante les interventions indésirables du secteur public dans le financement des échanges, notamment au moyen de dispositions visant les restrictions qui entravent les paiements, les transferts et le commerce des services financiers, la pratique de taux de change multiples et le rationnement des devises, et les subventions à l'exportation. Deuxièmement, le système commercial multilatéral contribue à la stabilité financière en favorisant une libéralisation non discriminatoire du commerce, des politiques commerciales fondées sur des règles et prévisibles, et un règlement harmonieux des différends commerciaux. Par ailleurs, une libéralisation bien pensée du commerce des services financiers peut aussi contribuer à la stabilité financière, et donc profiter indirectement aux échanges commerciaux.

En résumé, la présente étude apporte la démonstration que le cadre de l'OMC et le système financier international constituent des éléments interdépendants d'un seul et même ordre économique mondial, où le commerce ne peut s'épanouir sans un secteur financier développé et stable, et où la stabilité financière est improbable si les échanges commerciaux sont entravés.

II. Les liens entre le commerce et le secteur financier

Le présent chapitre traite des interactions entre le commerce international et le secteur financier. Nous y verrons que, de nos jours, les acteurs du commerce ont besoin de crédits et d'autres services financiers essentiels pour financer les dépenses et se protéger contre les risques liés à leurs activités. Dans la partie A, nous expliquons en quoi le système financier favorise le commerce et la croissance. La partie B présente certains instruments financiers liés au commerce, et la partie C porte sur le rôle joué par les organismes de crédit à l'exportation, y compris par les États dans ce domaine. Compte tenu de l'importance que revêtent les politiques de change pour le commerce, nous examinerons brièvement en annexe à ce chapitre le fonctionnement des marchés des changes, ainsi que les avantages et les inconvénients de divers régimes de change et mécanismes d'allocation de devises.

A. Importance du financement pour le commerce et la croissance

Grâce à l'adoption de politiques commerciales et financières libérales, conjuguée aux progrès technologiques, l'essor des échanges internationaux et du secteur financier a été un important moteur de croissance après la seconde guerre mondiale

L'un comme l'autre, le commerce international et les services financiers constituent des moteurs de croissance importants dans les économies d'aujourd'hui. Pour preuve de leur importance croissante, leur part dans la production est en augmentation depuis quelques décennies. Le ratio commerce international de biens et de services/PIB mondial est passé de quelque 8 pour cent au moment de la création du GATT en 1947 à environ 25 pour cent actuellement. Le développement des transactions financières au cours des dernières décennies a été aussi spectaculaire. Aux États-Unis, le secteur financier (banques, valeurs mobilières, assurance et immobilier) représentait 19,4 pour cent de la production en 1997, contre 10,9 pour cent en 1950. Dans les autres pays industriels et en développement, les services financiers (immobilier y compris) représentent entre 4 et 13 pour cent du PIB. Les transactions financières internationales se sont développées encore plus rapidement; beaucoup d'entre elles se sont multipliées par trois à dix pendant les années 90 (pour plus de précisions, voir Kono *et al.*, 1997).

Depuis la seconde guerre mondiale, le commerce international s'est développé beaucoup plus vite que la production mondiale (OMC, 1998). Cela s'explique principalement par la disparition de nombreux obstacles au commerce et une nette diminution du coût des transactions. Les obstacles tarifaires et non tarifaires au commerce ont été réduits dans le cadre de sept cycles de négociations du GATT et de différentes politiques d'intégration régionale, essentiellement en Europe occidentale. La chute

des frais de transport et de communication a également stimulé les échanges. De même, la croissance rapide du secteur financier est liée à la présence d'un environnement institutionnel favorable et aux progrès technologiques. Plus que jamais, l'adoption de politiques financières libérales, au niveau national et international, conjuguée au développement accéléré des technologies des télécommunications et de l'information et à la mise au point de nouveaux instruments financiers, a permis une expansion phénoménale des services financiers et des mouvements de capitaux à l'intérieur et à l'extérieur des frontières.

Sans trop entrer dans le détail, voyons rapidement en quoi le commerce international et le secteur financier contribuent à la santé et à la croissance économiques. En ce qui concerne le commerce international, la spécialisation en fonction de l'avantage comparatif de chaque pays peut entraîner des gains d'efficacité importants. Deuxièmement, la spécialisation permet de réaliser des économies d'échelle. Troisièmement, le commerce international élargit le choix des biens et services disponibles. À ces gains dits statiques, il faut ajouter le fait que le commerce intensifie la concurrence et stimule les transferts internationaux de compétences et de technologie, ce qui peut avoir (à long terme) des effets dynamiques positifs sur la santé et la croissance économiques. Des études empiriques font apparaître, en matière de croissance, des différences marquées entre les pays ouverts et les pays fermés sur eux-mêmes. Sachs et Warner (1995) constatent, par exemple, que le rythme de croissance annuel des économies ouvertes dépasse de 2 à 2,5 pour cent celui des économies fermées, tendance confirmée par d'autres études (voir OMC, 1998b).

Il y a seulement quelques décennies, notre compréhension du rôle joué par le secteur financier était très limitée. Aujourd'hui, nous savons que la spécialisation présente un grand intérêt dans le domaine des finances comme dans celui du commerce. La raison d'être du secteur financier tient en particulier au fait qu'il peut gérer l'asymétrie de l'information entre les créanciers et les emprunteurs, c'est-à-dire le fait que le créancier ignore la «qualité» de l'emprunteur (voir encadré II.1).¹ Les emprunteurs peu susceptibles de rembourser leur dette (emprunteurs douteux) s'efforcent de dissimuler leurs faiblesses et sont prêts à accepter des taux d'intérêt plus élevés que les emprunteurs qui présentent peu de risques. Il en résulte un phénomène dit d'antisélection, du fait que la demande de crédit émanant d'emprunteurs douteux tend à être disproportionnée. Une fois qu'un crédit a été accordé, l'emprunteur est invité à agir d'une façon qui réduit la probabilité de remboursement. C'est ce qu'on appelle le «risque moral».

Or une banque a pour spécialité de prêter de l'argent et, donc, de vérifier la solvabilité des emprunteurs avant de s'engager, puis de surveiller leur comportement une fois le crédit accordé. En tant que spécialiste, la banque peut faire ce travail à

¹ Dans les pays industriels, les prêts bancaires demeurent pour les entreprises la forme dominante de financement extérieur. La part des prêts bancaires varie de plus de 50 pour cent à près de 70 pour cent dans les cinq plus grands pays industriels (selon Mishkin (1998b), page 197). Les émissions d'actions et d'obligations ne jouent qu'un rôle secondaire.

Encadré II.1: Asymétrie de l'information, antisélection et risque moral sur les marchés financiers

Sur les marchés financiers, il arrive souvent qu'une partie ne soit pas suffisamment renseignée sur l'autre partie pour prendre une bonne décision. Ce déséquilibre est appelé **asymétrie de l'information**. L'emprunteur, par exemple, est habituellement mieux informé que le prêteur sur la rentabilité attendue de l'investissement auquel les fonds sont affectés et sur les risques qui lui sont associés. Ce manque d'information est source de problèmes pour le système financier, tant avant qu'après la conclusion de la transaction.

Le problème dit de l'**antisélection** est dû à l'asymétrie de l'information obtenue avant la conclusion de la transaction. Sur les marchés financiers, ce problème survient lorsque les candidats emprunteurs les plus douteux sont ceux qui dépensent le plus d'énergie pour obtenir un prêt et qui ont donc le plus de chances d'être sélectionnés. Comme l'antisélection augmente la probabilité que des prêts soient accordés à des emprunteurs insolubles, les créanciers peuvent décider de ne plus octroyer aucun prêt même s'il y a des emprunteurs solides sur le marché.

Imaginons deux entrepreneurs à qui vous pourriez faire un prêt. Le premier est une personne prudente et compétente qui emprunte uniquement quand son investissement promet d'être rentable. Le deuxième, en revanche, est un spéculateur. Il est prêt à saisir un plus grand nombre d'occasions d'investissement, et est donc plus susceptible de demander un prêt. Mais supposons que vous ne connaissiez pas très bien ces entrepreneurs. Par crainte de vous tromper, vous déciderez peut-être de ne prêter à aucun des deux même si le plus prudent aurait été un bon risque.

On entend par **risque moral** le problème engendré par l'asymétrie de l'information après la conclusion de la transaction. Il s'agit du risque que l'emprunteur entreprenne des activités jugées indésirables («immorales») par le créancier parce qu'elles réduisent la probabilité de remboursement. Face à ce risque moral, certains créanciers préféreront ne pas s'engager. À l'origine, cette expression a été employée par le secteur de l'assurance pour désigner le cas où, par exemple, des gens deviennent moins prudents dès lors qu'ils ont contracté une assurance contre le vol ou l'incendie.

Le problème de l'asymétrie de l'information est probablement plus grave dans les pays en développement que dans les économies plus développées, pour deux raisons: l'information est plus difficile à obtenir et les instruments conçus pour protéger les parties ne sont pas toujours disponibles. Les marchés boursiers, les marchés des obligations émises par les sociétés et les agences de notation y étant moins développés, il est plus difficile d'obtenir les informations nécessaires et d'éviter l'antisélection. L'offre de services financiers est souvent extrêmement limitée à cause des carences du système juridique, qui rendent longues et coûteuses les procédures visant à faire exécuter les contrats. Cela limite par exemple la possibilité de recourir à un nantissement pour atténuer le risque moral.

Source: Mishkin, 1998b.

un coût moins élevé qu'un créancier privé. En outre, elle peut répartir le risque de défaillance sur un plus grand nombre de transactions et exiger différentes garanties et clauses restrictives. Il existe d'autres instruments financiers qui permettent aussi de réduire les frais de transaction et d'information et d'améliorer l'allocation des ressources dans l'espace et dans le temps (pour plus de précisions, voir Levine, 1997). En conséquence, lorsque le système financier est efficace, les intermédiaires financiers peuvent accorder aux épargnants un meilleur taux d'intérêt compte tenu du risque, et les emprunteurs peuvent obtenir un crédit moins coûteux et adapté à leurs besoins.

Des études empiriques confirment l'hypothèse que la libéralisation des marchés financiers et leur ouverture sur le monde contribuent à la santé et à la croissance économiques par une meilleure intermédiation entre épargnants et investisseurs. Selon Levine (1997), la présence d'un système financier suffisamment développé pourrait avoir sur la croissance un effet direct équivalent à au moins 1 pour cent du PIB. Selon François et Schuknecht (1999), le renforcement de la concurrence provoqué par l'ouverture sur le monde stimule la croissance économique dans une proportion comparable. En résumé, les pays qui possèdent un système financier sous-développé et replié sur lui-même et ceux dont l'économie est fermée au commerce international croissent généralement moins vite.

L'essor du commerce international est favorisé par l'existence des services financiers essentiels

Certes, l'existence d'un système commercial ouvert et d'un système financier libéralisé engendre d'énormes avantages économiques, mais l'un ne va pas sans l'autre. Le commerce international se porte beaucoup mieux lorsque le secteur financier est développé et fonctionne correctement, et réciproquement. Nous verrons que le commerce international requiert d'importants services financiers, en l'absence desquels le coût des transactions commerciales risque d'augmenter fortement. En d'autres termes, les services financiers sont un «lubrifiant» aux échanges internationaux. En même temps, le commerce crée une demande d'institutions et de services financiers et en favorise l'essor.

Fondamentalement, le commerce international fait partie du processus d'investissement. Un entrepreneur, par exemple, investira dans des produits destinés aux marchés d'exportation dans l'espoir de réaliser un bénéfice. Le secteur financier l'aidera de quatre façons à faire des affaires avec l'étranger. Premièrement, il lui permettra de tenir entre le moment où il a besoin d'argent pour ses activités de production, le transport, etc., et le paiement de ses produits par l'importateur, en finançant son fonds de roulement. Les banques jouent un rôle prépondérant à cet égard en prêtant aux investisseurs et aux négociants. Pour cela, elles doivent recueillir des dépôts. Les banques ne sont pas seulement un

Encadré II.2: Le commerce et la finance au moyen âge, précurseurs du système commercial et financier international actuel

Beaucoup de relations commerciales et financières actuelles remontent à des innovations survenues en Europe occidentale entre le XIV^e et le XVI^e siècle. À l'époque, les villes italiennes sont devenues les plus avancées de l'Europe et les principaux centres de transactions commerciales et financières entre parties éloignées. Gênes et Venise, en particulier, aidées par leur puissance maritime, se sont imposées comme les grands centres du commerce et des finances.

La remarquable expansion du commerce au long cours pendant cette période a été aidée non seulement par une chute du coût du transport maritime, mais aussi par la mise au point d'instruments juridiques, l'amélioration de l'organisation des entreprises et de nouvelles techniques financières. Le droit commercial international d'aujourd'hui a eu pour précurseurs la *lex mercatoria*, la *jus mercatorum* et la *Law Merchant*. Le transport maritime a été réglementé par des textes comme le Rôle d'Oléron et le Consolado del Mar. Ces lois et règlements ont été appliqués par divers tribunaux comme les tribunaux du commerce des grands centres commerciaux. Les premières formes d'assurance maritime sont aussi nées à cette époque.

La comptabilité en partie double, innovation importante, est née à Pise en 1336. Les lettres de pouvoir et les sociétés anonymes ou à responsabilité limitée sont apparues à Florence en 1408. L'avènement du papier-monnaie (chèques, lettres de change, etc.), des livres comptables et de la compensation bancaire a eu pour effet de réduire le coût de transactions financières qui demandaient jusque-là le transport, très risqué, de pièces d'or et d'argent. Ces progrès ont aussi contribué à l'expansion du crédit même s'il était toujours officiellement interdit de prêter de l'argent contre le versement d'un intérêt. D'autres villes d'Italie et d'Europe centrale et occidentale ont suivi le mouvement.

En ce temps-là, le commerce et la finance étaient peut-être encore plus étroitement liés qu'aujourd'hui. Toutes les grandes maisons de négoce faisaient aussi office de banque: en plus de recueillir des dépôts qu'elles rémunéraient à un taux fixe, elles proposaient différents services pour les paiements internationaux et des facilités de crédit intéressantes pour le transport maritime et le commerce au long cours. Le progrès des techniques financières a aussi contribué à la révolution commerciale qu'a été la sédentarisation des marchands aventureux, qui se sont mis à utiliser un réseau d'agents, de transporteurs ou d'employés basés dans les centres commerciaux étrangers.

Source: Bernard (1971).

intermédiaire entre les épargnants et les investisseurs, mais aussi un moyen de concilier les préférences divergentes des déposants (qui veulent souvent placer leur argent à court terme) et des emprunteurs (qui ont souvent besoin de capitaux à moyen ou long terme).

Deuxièmement, le secteur financier fournit des services qui aident l'exportateur à se faire payer de la façon la moins coûteuse et la moins risquée possible. Les établissements financiers facilitent le flux de l'argent, que ce soit sous la forme de simples transferts d'argent entre deux comptes d'une même banque ou de services financiers plus complexes comme des services de crédit-bail ou de change.

Troisièmement, les établissements financiers fournissent des informations précieuses aux investisseurs et aux négociants. Ils renseignent leurs clients sur la situation présente et future des marchés monétaire et financier. Ils négocient des contacts commerciaux, font des études de marché et vérifient la solvabilité des clients (et de leur banque).

Quatrièmement, le secteur financier couvre certains risques engendrés par les échanges commerciaux, en offrant des contrats d'assurance pour le transport des marchandises et le crédit à l'exportation, mais aussi des contrats de change à terme (pour se prémunir contre les variations des taux de change). D'autres dispositifs permettent de s'assurer contre une défaillance du vendeur et contre les risques résultant d'un changement de la politique gouvernementale. Sans ces instruments financiers, dont nous traiterons plus en détail ci-dessous, il existerait beaucoup d'entraves au commerce international. Depuis tou-

jours, le développement du commerce international et celui du secteur financier vont de pair.

L'interaction entre le commerce et le secteur financier n'est pas à sens unique: si un système financier bien développé favorise les échanges, le commerce crée aussi une demande de services financiers et contribue, par-là même, à l'essor des systèmes financiers. L'histoire des innovations financières montre que la gestion des risques extraordinaires découlant des échanges effectués sur de longues distances a souvent été à l'origine de nouveaux instruments financiers (voir encadré II.2). La création de sociétés par actions a permis de répartir sur de nombreux pourvoyeurs de capitaux le risque engendré par de grandes opérations commerciales (comme la création d'une flotte marchande). Le règlement par traite a permis d'éliminer le risque engendré par le transport de monnaie. En conséquence, au fil du temps, les grands centres commerciaux de la planète en sont aussi devenus les centres financiers les plus importants. Qu'il s'agisse des villes italiennes à la Renaissance (Venise, Gênes et Florence), ou de Londres, New York, Hong Kong Chine et Singapour aujourd'hui, les marchés financiers les plus évolués ont été, à toutes les époques, les principaux centres d'échange de biens et de services. Quand le commerce prospère, le secteur financier en profite, et inversement. Il convient de garder à l'esprit ce lien de dépendance réciproque mais, dans la suite de ce chapitre, nous nous pencherons surtout sur le rôle joué par le secteur financier dans le développement du commerce.

B. Instruments financiers liés au commerce

Nous avons vu rapidement plus haut que le secteur financier constitue un important «lubrifiant» du commerce international.

Le crédit aide les exportateurs à tenir entre le moment où ils engagent des dépenses (à la suite d'une commande, par exemple) et le moment du paiement. Les établissements financiers facilitent les paiements et mouvements de fonds transfrontières, fournissent des renseignements sur les pays et les partenaires commerciaux étrangers et les risques qu'ils présentent, et assurent les risques liés au commerce. Il importe de se rappeler qu'en principe ils remplissent les mêmes fonctions pour les activités strictement intérieures, mais le commerce international se différencie des échanges intérieurs sur des points importants, et certains instruments ont été conçus précisément pour remédier aux problèmes que cela pose. Dans les paragraphes qui suivent, nous nous pencherons un peu plus longuement sur le rôle du secteur financier dans le financement du commerce international et la couverture des risques associés.

Importance des crédits commerciaux

Un élément-clé du financement des échanges: le crédit

La forte croissance du commerce mondial observée au cours des dernières décennies a été facilitée par une expansion rapide des instruments de financement des échanges. Les crédits commerciaux, notamment, aident les parties à une négociation à tenir entre la passation d'une commande à l'exportation et le paiement des biens et services produits. Si le paiement se fait au moment de la livraison ou après, il appartient à l'exportateur de trouver le fonds de roulement et les moyens de financement dont il a besoin. Il arrive que le paiement de certaines importations s'étale sur plusieurs années, auquel cas la période de financement est d'autant plus longue. Si le paiement s'effectue à la commande, c'est l'importateur qui doit financer la transaction. De nombreux facteurs, dont la nature du produit et de la relation commerciale et la surface financière de chaque partie, déterminent qui est le plus apte et disposé à financer la transaction. L'exportateur qui possède beaucoup de liquidités et qui vend depuis longtemps un produit standardisé à un client fidèle n'exigera peut-être pas de paiement avant la livraison, tandis que l'exportateur installé dans un pays où le crédit est rare et qui vend un produit très spécialisé à un client inhabituel pourra exiger de l'importateur un paiement à la commande.

Environ 90 pour cent des échanges mondiaux sont réglés au comptant ou au moyen de crédits à moins de 180 jours (Stephens, 1998a). Les échanges de matières premières et de biens de consommation, qui font souvent l'objet de transactions répétitives entre les mêmes acteurs, ainsi que les échanges internationaux de plus en plus importants entre filiales de multinationales, sont en grande partie réglés ainsi. Les financements à moyen et long termes sont plus fréquents dans les secteurs des biens d'équipement durables et des projets d'aménagement.²

Les exportations de grande valeur, étalées sur une longue durée, en particulier, obligent souvent l'exportateur à demander des facilités de crédit. Le montant de l'opération et la longueur

de la période de crédit ainsi que l'importance des divers risques (imputables par exemple à la situation économique et politique du pays de l'importateur) peuvent augmenter sensiblement le coût du financement ou même rendre difficile l'obtention d'un crédit.

Gestion des risques liés aux échanges commerciaux internationaux

La disponibilité et le coût des crédits commerciaux dépendent beaucoup de quatre types de risques: le risque économique ou commercial, le risque de change, le risque de transport et le risque politique (graphique II.1). Ces risques sont soit beaucoup plus limités, soit carrément inexistant dans les échanges intérieurs. Le genre d'instrument financier choisi pour se protéger est fonction de trois facteurs:

- la perception que l'on a de la nature et de l'importance du risque posé par la transaction;
- la répartition du risque et des mesures de réduction du risque entre les exportateurs, les importateurs et leurs banques;
- le coût de la réduction du risque.

De façon plus générale, on peut probablement dire sans se tromper que plus un système financier est développé et efficace, plus les négociants ont une chance de trouver un instrument financier qui réponde à peu de frais à leurs besoins en matière de crédit et d'assurance (réduction du risque).

La réduction du risque économique ou commercial dans le cadre d'échanges internationaux est parfois difficile

Les échanges tant intérieurs qu'internationaux donnent lieu à ce qu'on appelle un risque économique ou commercial. Pour l'exportateur, ce risque réside essentiellement dans la possibilité que l'importateur n'accepte pas la marchandise livrée ou qu'il refuse de la payer après l'avoir réceptionnée. Quant à l'importateur, il court le risque que l'exportateur ne livre pas dans les délais un produit de la qualité convenue. Dans les deux cas, les capitaux engagés – qu'ils proviennent des fonds propres de l'entreprise ou d'une facilité de crédit – sont exposés.

Le risque commercial est lié au problème de l'asymétrie de l'information, problème qui peut être beaucoup plus important dans le contexte international. L'exportateur et sa banque connaissent moins bien la situation des entreprises étrangères (importateurs ou banques), et la situation économique et la législation du pays importateur que celles de leur propre pays et des clients nationaux. C'est pourquoi les grandes banques s'appuient souvent sur des correspondants – autres banques ou succursales – installés à l'étranger, pour obtenir les renseignements nécessaires sur les clients étrangers, le système juridique et les écueils éventuels.

² En 1996, plus du tiers des exportations de marchandises des États-Unis et plus de 40 pour cent de leurs importations correspondaient à des opérations internes de multinationales. Cependant, la faible proportion des financements à moyen et long termes (environ 10 pour cent pour l'ensemble des pays, mais sensiblement plus élevée pour beaucoup de pays en développement) est assez étonnante compte tenu de la part croissante prise par les biens d'équipement (machines, etc.) dans les échanges internationaux. La forte croissance de l'IED (dont les importations de biens d'équipement représentent un volet important) depuis dix ans porte aussi à penser que la part des biens d'équipement dans les échanges mondiaux va en augmentant, ainsi que, par conséquent, la demande de crédits commerciaux à long terme.

Graphique II.1: Protection contre les divers risques engendrés par le commerce international

A. Catégorie de risques

Risques économiques (commerciaux) liés au partenaire commercial	Risque de change	Risque de transport	Risques politiques		
			Politique étrangère	Politique intérieure	Politique économique
Description des risques (exemples)					
L'importateur refuse ou est incapable de payer	Taux de change flottants: variations des taux de change	Dommages ou perte de marchandises	Guerre	Révolte	Interdiction de transférer des devises
L'importateur refuse la marchandise	Taux de change fixes: risque ou dévaluation		Embargo	Guerre civile	Monnaie déclarée non convertible
L'exportateur ne respecte pas les délais ou ne livre pas le produit convenu			Restrictions		

B. Possibilités de protection et assureur

Assurance privée ou agences publiques de crédit à l'exportation	Dispositifs bancaires de couverture; instruments négociables de couverture du risque de change	Assurance privée	Agences de crédit à l'exportation ou assurance privée		
Lettre de crédit					
Garantie bancaire					

Source: Adaptation de Jung (1998).

On souligne souvent que le risque commercial est accru lorsque les droits de propriété, le droit des contrats, les procédures d'arbitrage, la Loi sur les faillites et les tribunaux ne sont pas adaptés. Un environnement juridique déficient porte préjudice au commerce international, les parties ne pouvant faire respecter leurs droits, de sorte que les frais à engager pour limiter ces risques augmentent ou peuvent même devenir prohibitifs. Les échanges internationaux peuvent donc être très pénalisés par les carences du cadre juridique, comme par celles du secteur financier.

Pour atténuer le risque commercial, il est capital de bien choisir son instrument de financement des échanges. L'entreprise qui recourt au crédit pour financer ses exportations peut demander une garantie ou une assurance contre le risque à prévoir auprès d'un établissement commercial ou public (pour plus de précisions, voir la partie suivante). En outre, différents instruments ont été mis au point qui diffèrent principalement en ce qui concerne le moment où le risque commercial est transféré de l'exportateur à l'importateur (voir graphique II.2).

[Les négociants peuvent choisir entre différents instruments selon l'importance du risque commercial et le moment retenu pour transférer ce risque de l'exportateur à l'importateur](#)

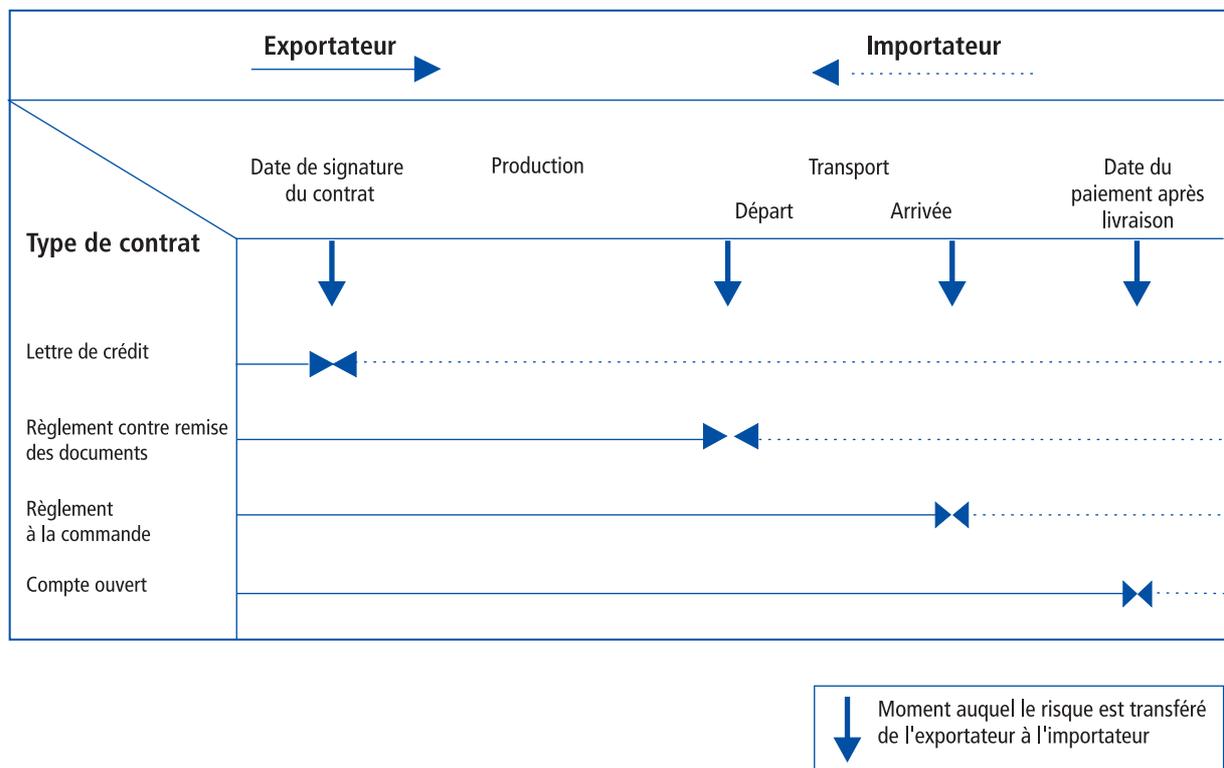
On distingue principalement quatre instruments de financement des échanges, au moyen desquels le risque commercial est transféré de l'exportateur à l'importateur à différents stades de la transaction: compte ouvert, encaissement (de la somme due) contre remise de documents, lettre de crédit, et paiement à la

commande. Les trois premiers sont les plus fréquemment employés (pour plus de précisions, voir le CCI, 1997).

Si l'importateur désire assumer le risque commercial le plus tard possible, il demandera à payer après la livraison. Dans ce cas, l'opération se règle habituellement sous la forme d'un compte ouvert. L'acheteur paie le vendeur par transfert après réception des documents. La formule du compte ouvert est utilisée pour les échanges entre filiales, ou pour les exportations d'une valeur relativement petite destinées à des entreprises avec lesquelles l'exportateur entretient depuis longtemps des liens importants. Dans ce cas, la modicité des transactions, leur caractère répétitif et la relation existant entre l'acheteur et le vendeur font que le risque est limité. Les opérations réglées au moyen d'un compte ouvert n'entraînent que des frais administratifs minimes. Si l'exportateur a besoin de liquidités avant d'être payé, il peut demander un crédit ou une ligne de crédit à sa banque.

Si l'exportateur veut rester en possession de la marchandise tant que lui-même ou son agent n'ont pas été payés (au comptant, par traite ou par tout autre moyen), il devra penser à l'**encaissement contre remise de documents**. Cette formule est conseillée quand l'exportateur et l'importateur se connaissent et que le risque commercial n'est que modéré. Habituellement, l'exportateur demande au transporteur de ne décharger les marchandises dans l'entrepôt en douane du port étranger que contre remise d'une preuve de paiement. Avec cette méthode, l'exportateur transfère le risque commercial à

Graphique II.2: Transfert du risque économique (commercial) entre l'exportateur et l'importateur, selon le type de contrat



Source: D'après Jung (1998).

l'importateur au moment de la livraison de la marchandise et des justificatifs pertinents.³

Dans le cas des transactions commerciales jugées assez risquées eu égard à la solvabilité de l'importateur, il est recommandé de transférer le risque commercial plus tôt. L'exportateur dispose de divers moyens pour se faire payer. Il demandera habituellement à l'importateur de lui fournir une **lettre de crédit** de sa banque.⁴ Une lettre de crédit garantit à l'exportateur que s'il remplit lui-même certaines conditions, il sera payé par la banque de l'importateur. C'est maintenant cette banque qui prend en charge le risque de défaillance de l'entreprise importatrice. Si l'exportateur doute de la solvabilité de la banque de l'importateur, il peut demander à sa propre banque de confirmer la lettre de crédit. Cela lui permettra d'être payé même si la banque de l'importateur est défaillante. Une autre façon de limiter les risques, pour l'exportateur et sa banque, est d'obtenir une garantie publique à l'égard de la banque de l'importateur qui a établi la lettre de crédit.

La lettre de crédit peut présenter des avantages importants pour les deux parties moyennant un coût relativement faible: pour l'exportateur, premièrement, le risque de non-paiement disparaît si la banque jouit d'une réputation sans faille. Deuxièmement, le risque politique (voir ci-dessous) est souvent atténué, la banque étrangère connaissant en principe parfaitement les restrictions de paiement et autres risques politiques existants ou à craindre. Troisièmement, l'exportateur connaît dans le détail toutes les conditions qu'il doit remplir pour être payé intégralement et rapidement. Il économise du temps et de l'argent du fait que la banque vérifie pour lui la solvabilité de l'importateur. Le financement de son fonds de roulement est facilité du fait qu'il peut prouver que le paiement est garanti. De l'autre côté, l'observation, par l'exportateur, des conditions énoncées dans la lettre de crédit donne à l'importateur l'assurance que les marchandises sont effectivement expédiées à un moment déterminé, ce qui sera attesté par un connaissance «à bord». En outre, la banque se charge de veiller à ce que les mar-

³ Normalement, l'exportateur remet à sa banque la facture, une traite tirée sur l'importateur et les documents de transport qu'il a reçus de son transitaire. La banque de l'exportateur transmet ces documents à son agent ou à la banque destinataire du pays de l'importateur. L'agent ou la banque étrangère en question informe l'importateur qu'il pourra se procurer au port ou à l'aéroport les documents nécessaires à la livraison de la marchandise sous réserve qu'il donne un ordre de paiement à sa banque ou qu'il accepte la traite tirée sur son compte. Une fois reçu l'ordre de paiement, l'agent ou la banque étrangère envoie les fonds à la banque de l'exportateur, qui crédite le compte de ce dernier.

⁴ La lettre de crédit est une lettre établie et signée par une banque, adressée à un exportateur (vendeur), dans laquelle la banque s'engage à lui verser une certaine somme à condition qu'il se conforme exactement à ce qui est stipulé dans la lettre. De manière générale, la banque remet l'argent lorsque l'exportateur a pu fournir différents documents attestant qu'il a assumé la part du contrat de vente qui lui revient. Il peut s'agir d'une lettre de transport, de certificats d'assurance, de factures, etc. En d'autres termes, à l'engagement d'un règlement de l'importateur est substituée, pour l'exportateur, une quasi-garantie de paiement apportée par la banque. Si la lettre de crédit fait état d'un règlement à vue, l'exportateur est payé immédiatement contre remise de la traite à vue à la banque tirée. Si l'exportateur reçoit une traite à terme, il pourra facilement l'escompter.

chandises soient conformes aux conditions fixées. Les banques disposent de spécialistes mieux aptes à vérifier les justificatifs qu'un importateur moins habitué aux documents utilisés pour le commerce international. L'importateur s'évitera aussi éventuellement de puiser dans sa trésorerie pour verser une avance en espèces à la demande de l'exportateur.

Lorsqu'une transaction est très risquée (ou que l'exportateur est allergique au risque), le **paiement à la commande** peut être la forme de financement à conseiller. Elle fait courir à l'importateur l'essentiel du risque lié à la transaction et à son financement. On peut donc dire qu'un système qui donne accès à ces instruments financiers essentiels favorise les échanges internationaux en contribuant à diminuer le risque commercial.

Un système financier efficace peut apporter une protection contre les trois autres risques importants engendrés par le commerce international: le risque de change, le risque de transport et le risque politique

Risque de change: l'exportateur et l'importateur courent le risque que, entre la commande et la livraison, la situation économique évolue de telle manière que l'opération perde de son intérêt pour au moins l'une des parties. Le risque de change peut provoquer ce genre d'évolution car de grandes variations du taux de change peuvent augmenter ou diminuer sensiblement la rentabilité d'une transaction commerciale. Tel importateur qui passe, par exemple, une commande de 1 million de dollars EU profitera beaucoup moins de l'opération (ou n'en profitera pas du tout) si la devise de son pays se déprécie subitement de 20 pour cent et si, du même coup, il doit payer ses importations 20 pour cent plus cher.

Dans une grande mesure, le risque de change est fonction du régime de change. Dans les pays où le taux de change est fixe, ce risque tient à la possibilité que la parité ne puisse être maintenue et qu'il y ait une dépréciation ou une appréciation de la monnaie. Les régimes de taux de change flottants, et donc très instables, créent un risque énorme.⁵ Plusieurs dispositifs de protection contre le risque de change ont été mis au point, qui permettent de limiter ce risque pour un coût relativement faible. Dans le cas d'un contrat important, l'exportateur peut demander à sa banque de vendre à terme les devises qu'il s'attend à recevoir. Comme les opérations à terme portent habituellement sur un montant supérieur à 1 million de dollars EU, les petits exportateurs doivent se rabattre sur les marchés des contrats à terme où ils peuvent acheter des options de vente, c'est-à-dire des options leur permettant de vendre pendant un certain temps des devises à un taux déterminé. Le coût d'une telle opération de couverture consiste en une commission (d'environ 0,3 pour cent selon le montant et la devise) en plus du prix de l'option (qui dépend du taux de change du moment, du taux d'exercice de l'option, de la durée pendant laquelle l'option peut être levée, des taux d'intérêt relatifs et de la volatilité historique du taux de change). Si la valeur de la devise tombe au-dessous du cours d'exercice, l'exportateur lèvera son option et recevra l'équivalent

convenu dans la monnaie de son pays. Sinon, il ne lèvera pas son option mais convertira ses devises sur le marché au comptant au taux en vigueur, plus élevé. Dans le cas d'une transaction à plus longue échéance, l'exportateur peut faire un swap de devises. Il s'agit d'une formule particulièrement intéressante (et peu coûteuse) lorsque l'exportateur attend des rentrées régulières de devises qui pourront être échangées contre sa monnaie.

Dans certains cas, par exemple pour la fourniture de pétrole, la monnaie de facturation est imposée et les parties peuvent ou non se couvrir contre le risque de change. Dans d'autres cas, la monnaie dans laquelle le marché est libellé peut dépendre de l'aptitude des partenaires à se couvrir contre le risque de change et de leurs préférences à cet égard. Allen, Carse et Fujio (1987) ont constaté que les exportateurs britanniques préféraient facturer en livres anglaises dans la première moitié des années 80. Le risque de change s'en trouvait ainsi réduit, en contrepartie de quoi ils acceptaient fréquemment d'assouplir les conditions de paiement. À l'inverse, les exportateurs japonais se montraient très souples concernant la devise de facturation mais extrêmement fermes sur les dates de paiement, ce qui leur permettait de se couvrir contre le risque de change. En conséquence, plus de 85 pour cent des exportations des deux pays échappaient au risque de change.

En 1992, la moitié environ du commerce mondial se réglait en dollars EU. Les autres principales devises utilisées pour facturer des transactions internationales étaient le mark (16 pour cent) et le yen, la livre sterling et le franc français (5 pour cent chacun) (Hartmann, 1996). Il se peut que la part des différentes devises évolue avec l'avènement de l'euro. Les monnaies inconvertibles sont rarement employées. Souvent, les pays dont la monnaie est inconvertible ont aussi un système financier sous-développé qui n'offre que des possibilités de couverture limitées ou nulles. Les négociants de ces pays sont donc très désavantagés par rapport à ceux des pays qui disposent d'une monnaie convertible et d'un marché des changes développé.

Risque de transport: les négociants peuvent subir des pertes si la marchandise est endommagée ou détruite pendant son acheminement. Ce danger est augmenté dans les transactions internationales parce que la distance et la durée du voyage sont souvent plus longues, les navires peuvent sombrer et la marchandise peut être bloquée en douane. Elle peut aussi se détériorer sous l'effet de la chaleur, du froid et de l'eau, ou ne pas arriver à destination à la suite d'un vol ou d'une erreur d'acheminement. L'assurance transport permet de se prémunir contre ces pertes, et les compagnies d'assurance couvrent ce risque pour une prime inférieure à 1 pour cent de la valeur des marchandises et du fret, en fonction du risque de la destination.

Risque politique: enfin, le risque politique peut être la source de pertes pour les parties. Ce risque est beaucoup plus limité, voire presque inexistant, dans le cas des transactions nationales. À l'échelle internationale, en revanche, une guerre ou un embargo peut empêcher la marchandise de parvenir à

⁵ Au XIX^e siècle, ce risque était absent pour les grandes nations commerçantes car les taux de change étaient fondés sur l'étalon-or. Dans les années 50 et 60, le régime de taux de change fixes mais modifiables adopté à Bretton Woods a limité le risque de change à certaines périodes de correction. Cependant, du fait de l'inconvertibilité de plusieurs devises (la livre, le mark et le franc français jusqu'en 1958), les négociants étaient exposés à un risque de modification de la réglementation des changes.

l'acheteur, ou l'acheteur de la payer. De même, une révolte ou une guerre civile peut empêcher l'achèvement d'une transaction commerciale. Font aussi partie des risques politiques les changements de politique économique qui interdisent les transferts de devises et qui empêchent par conséquent l'importateur de payer ce qu'il a acheté. Le risque politique est généralement couvert par une agence de crédit à l'exportation, comme on le verra ci-après.

C. Les agences de crédit à l'exportation et le rôle de l'État dans le financement des échanges commerciaux

Nous avons vu dans la partie qui précède que le crédit bancaire et plusieurs instruments financiers facilitent dans une grande mesure le commerce international, mais nous avons aussi montré que le risque commercial et politique lié aux transactions commerciales internationales est souvent beaucoup plus important que dans le cas des transactions nationales, parce que les entreprises sont mal renseignées sur leurs partenaires commerciaux étrangers, que le cadre juridique n'est peut-être pas suffisamment complet et qu'une guerre, une situation de crise ou l'application soudaine de restrictions de paiement peut empêcher l'exécution d'un contrat.

Le problème posé par l'asymétrie de l'information, aggravé au niveau international (surtout dans les pays qui possèdent un système financier peu développé), et l'impossibilité ou le refus des banques commerciales d'assumer certains risques économiques et politiques (notamment pour des marchés importants et de longue durée) sont souvent considérés comme une justification économique de l'intervention de l'État dans le financement des échanges. Le soutien de l'État est généralement apporté par l'intermédiaire d'agences de crédit à l'exportation (ACE). De façon générale, ces dernières proposent diverses formes de financement des échanges, recueillent et fournissent des informations, offrent à l'État et aux entreprises un moyen de pression pour inciter les gouvernements et négociants étrangers à respecter les contrats, et mettent les risques en commun. Cependant, des établissements privés et des banques de développement sont aussi de plus en plus présents sur ce marché.

La plupart des pays industriels et en développement ont sous une forme ou une autre une ACE pour promouvoir les exportations. Les agences participent au financement des échanges au moyen de trois principaux types d'instruments: des crédits pour des transactions qu'il serait difficile (ou beaucoup plus coûteux) de financer par des prêts purement commerciaux; des garanties de remboursement des crédits, qui permettent aux exportateurs de bénéficier de conditions plus favorables de la part de leurs banques; et des assurances qui protègent les exportateurs contre les risques commerciaux et politiques. Aux États-Unis, par exemple, l'Eximbank demande environ 0,5 pour cent pour les prêts, 0,125 pour cent pour les garanties et applique un taux uniforme de 1/16^{ème} de 1 pour cent pour son programme d'assurance-crédit.

La composition du portefeuille et la structure des ACE en revanche varient sensiblement d'un pays à l'autre. Dans certains pays, les ACE sont des organes gouvernementaux, mais elles

sont de plus en plus souvent gérées comme des entreprises publiques ou commerciales qui administrent un compte au nom de l'État. Pour soutenir le commerce, les gouvernements proposent des crédits à des taux d'intérêt inférieurs aux taux du marché, des conditions de remboursement avantageuses ainsi que des garanties et des assurances pour un coût inférieur au prix de revient. De plus en plus, les ACE doivent couvrir leurs frais (y compris leurs pertes normales), mais bénéficient d'une garantie de l'État. L'ACE peut couvrir la totalité du montant du crédit à l'exportation, mais beaucoup appliquent une franchise, 10 ou 15 pour cent de la perte devant être supportés par l'exportateur ou sa banque (encadré II.3).

Depuis quelques années, les ACE subissent de fortes pressions concurrentielles, les agences privées et les banques de développement multilatérales assurant une part croissante du financement des échanges internationaux. De nouveaux instruments financiers apparaissent, l'évaluation des risques internationaux s'améliore, et le financement des projets particulièrement importants se fait dans le cadre d'une coopération. La Banque mondiale, par exemple, soutient fréquemment des projets qui sont cofinancés par des ACE. Cette coopération est avantageuse parce que les ACE allègent le fardeau financier de la Banque mondiale tandis que cette dernière leur fournit des informations que, sans elle, elles ne pourraient se procurer.

Des ACE «nationales» ont constitué des associations internationales pour échanger des savoir-faire et des renseignements techniques (concernant, par exemple, l'évaluation des risques) et pour défendre leurs intérêts au niveau supranational (UE, OCDE, ONU) (CCI, 1997). Les principales associations sont l'Association panaméricaine de cautionnement (130 membres dans le monde), l'ALASECE, la Conférence arabe des assureurs de crédit, l'Union de Berne (44 membres), l'Association internationale des assureurs-crédit (43 membres) et l'Union de Dakar (18 membres) (encadré II.4).

Comme dans toute activité commerciale faisant intervenir l'État, le danger existe que les objectifs initiaux de cette intervention soient détournés. Stephens (1998b) a établi une liste de ce que les ACE doivent faire et ne pas faire. Selon lui, les ACE ont à jouer un rôle important de couverture du risque politique pour limiter les problèmes posés par une interruption des transferts de devises, la guerre, la défaillance d'acheteurs du secteur public, etc. Il convient de ne pas sous-estimer non plus le risque commercial, qui est particulièrement présent en période de récession. Au sujet de ces deux types de risque, les ACE sont généralement bien informées. Une bonne information, mais aussi l'acquisition des compétences et de la formation nécessaires par l'intermédiaire des ACE peuvent aider les exportateurs à conclure des marchés rentables. Grâce à leurs effectifs et à leur poids commercial, les ACE peuvent aussi être mieux armées que des entreprises isolées pour exercer des pressions afin de réduire les risques politiques et commerciaux.

Souvent, grâce à leurs réseaux internationaux, à leur capacité de mettre en commun les risques et aux garanties gouvernementales, les ACE peuvent financer les exportations dans des situations qui, sans elles, seraient extrêmement délicates, comme c'est le cas lorsqu'il s'agit de vendre à des clients situés dans un pays à haut risque et en proie à une crise financière. Nous ver-

Encadré II.3: Les agences de crédit à l'exportation dans les pays en développement et dans les pays industriels

Lesotho National Development Corporation

Avec l'aide du Programme des Nations Unies pour le développement et du Centre du commerce international, le gouvernement du Lesotho a créé un ensemble complet de services de financement des exportations. La Lesotho National Development Corporation (LNDC) fournit une garantie aux exportateurs qui empruntent en s'engageant à rembourser à l'institution prêteuse un certain pourcentage de la perte subie en cas de défaillance de l'emprunteur. La responsabilité de la LNDC est cependant limitée à 5 pour cent de la valeur de la perte, tandis que les 95 pour cent restants sont supportés par le Fonds de développement des exportations (géré par la Division du financement des exportations de la Banque centrale). Ce système d'assurance-crédit est surtout destiné aux exportateurs de produits fabriqués au Lesotho et aux produits liés à l'exportation ayant pour effet d'accroître la production locale.

Les exportateurs peuvent aussi obtenir du crédit avant et après expédition. La formule du crédit avant expédition est conçue pour les entreprises qui fabriquent des produits destinés à des marchés extérieurs. Une avance peut leur être accordée, dans une certaine limite, sous la forme d'un prêt ou, parfois, d'un découvert pour une durée maximale de 180 jours. La formule du crédit après expédition permet d'obtenir un financement jusqu'à ce que l'acheteur étranger ait payé les marchandises expédiées.

Hermes Kreditversicherungs (Allemagne)

La Hermes Kreditversicherungs-AG, entreprise privée, est la plus ancienne société d'assurance-crédit de l'Allemagne et l'une des plus grandes d'Europe. Entre autres choses, elle propose aux exportateurs et aux banques commerciales, en son nom propre ou au nom du gouvernement fédéral, des services d'assurance et de garantie des crédits à l'exportation. Ils sont ouverts à tous les exportateurs allemands, publics et privés, ainsi que les exportateurs étrangers installés dans des pays où elle a des succursales.

La Hermes couvre à la fois le risque commercial et le risque politique et offre deux types de garantie à l'exportation: la «Exportgarantie», dans le cas où le partenaire étranger est une entreprise du secteur privé, et la «Exportbürgschaft», lorsque le partenaire étranger appartient au secteur public. Elle garantit les crédits commerciaux octroyés par les banques commerciales et elle assure directement aux exportateurs une couverture avant et après expédition.

Les garanties à l'exportation fournies au nom du gouvernement allemand ont pour objet de stimuler les exportations du pays, mais peuvent aussi être accordées pour des biens et des services comportant jusqu'à 10 pour cent d'éléments étrangers, voire plus pour certains pays (notamment ceux de l'UE). Entre 10 et 15 pour cent du risque restent à la charge des exportateurs. La Hermes assure ou garantit approximativement 5 pour cent des exportations de l'Allemagne, mais elle occupe une part beaucoup plus importante, d'environ 20 pour cent, dans les exportations effectuées vers les pays en développement.

Source: CCI, 1997.

rons plus loin que la crise financière asiatique a eu pour effet de restreindre l'offre de financement du commerce et de faire parfois des ACE le seul recours restant à cet égard. Dans de telles conditions, il arrive aux États d'être sollicités pour fournir des crédits commerciaux et maintenir des lignes de crédit par des garanties partielles ou totales.⁶

Il est beaucoup question des difficultés rencontrées par les exportateurs des pays industrialisés dans les pays en développement et du rôle utile joué par les ACE à cet égard. Il convient cependant de souligner que les exportateurs des pays en développement ont probablement encore plus besoin d'ACE efficaces. Ces entreprises (et leurs banques) sont souvent relativement petites et, donc, moins en mesure de s'informer sur les risques commerciaux et politiques existant à l'étranger. Par ailleurs, les conditions de financement qu'elles obtiennent sont fréquemment moins favorables à cause de la méfiance des importateurs des autres pays. En conséquence, les négociants des pays en développement doivent payer plus rapidement leurs importations (parfois même à la commande) tout en étant payés plus tard (parfois seulement après la livraison); du coup, leurs besoins de financement sont plus importants que ceux de leurs homolo-

gues des pays industrialisés. Les ACE des pays industrialisés peuvent être d'un secours dans ce domaine en garantissant les exportations destinées aux pays en développement et en réduisant par-là même les besoins de financement de leurs importateurs.

Parmi les choses que les ACE ne devraient pas faire, Stephens mentionne la poursuite d'objectifs officiels pour lesquels d'autres instruments conviendraient mieux. Les ACE ne doivent pas contribuer au financement d'exportations qui ne seront probablement jamais payées. Comme, au bout du compte, l'État doit assumer les créances douteuses des ACE, sa situation financière peut s'en trouver fragilisée. Les ACE ne doivent pas subventionner de crédits à moyen ou long terme, qui sont généralement plus coûteux et causent plus de distorsions que les crédits à court terme (pour une même bonification d'intérêts). À cet égard, l'Arrangement relatif aux crédits à l'exportation impose des restrictions importantes aux membres de l'OCDE (voir encadré II.5). De même, les ACE ne doivent pas subventionner le fonds de roulement des entreprises, qui doit être financé par des banques commerciales. Elles ne doivent pas se substituer aux instruments d'aide directe, ni soutenir des entreprises nationales

⁶ Les crises de ce type peuvent mettre les ACE à rude épreuve. Il leur est plus difficile d'évaluer les risques du fait que la proportion d'affaires douteuses peut augmenter alors que leurs services sont de plus en plus demandés.

Encadré II.4: Coopération internationale entre sociétés d'assurance-crédit

Union de Berne

L'Union de Berne est une association internationale d'organismes d'assurance du crédit à l'exportation. Fondée en 1934, elle comprend actuellement 44 membres, soit 43 assureurs de 35 pays et une organisation internationale, l'Agence multilatérale de garantie des investissements (AMGI) du Groupe de la Banque mondiale. Quinze de ses membres viennent de pays non-membres de l'OCDE. Elle a pour vocation de promouvoir à l'échelle internationale le respect de principes sains en matière d'assurance du crédit à l'exportation, ainsi que de faciliter l'échange d'informations, de données d'expériences et de compétences et d'être le porte-parole de ses membres. Le statut des organismes de crédit à l'exportation varie, puisqu'on trouve aussi bien des administrations publiques que des entreprises privées.

Les membres de l'Union assurent et financent chaque année pour environ 400 milliards de dollars EU d'exportations et 10 milliards d'investissements à l'étranger. Il s'agit pour 70 pour cent de transactions au comptant ou de crédits à court terme et, pour 75 pour cent du total, d'exportations destinées à des pays de l'OCDE. Les 100 milliards restants correspondent à des exportations destinées à des pays non-membres de l'OCDE. Les principales activités de la plupart des membres sont les suivantes: garantir les particuliers et leurs banques contre les risques de défaut de paiement et contre le risque politique, octroyer des crédits à moyen ou long terme (sous la forme de garanties ou de prêts directs) et aider leurs clients à investir à l'étranger sous diverses formes.

Pour devenir membre, il faut remplir certaines conditions: être en activité depuis au moins trois ans, fournir une couverture contre les risques politiques et commerciaux (à court, moyen et long termes) et assurer des marchés d'une valeur minimale d'environ 500 millions de francs suisses ou collecter au moins 5 millions de francs suisses de primes. L'Union de Berne soutient aussi la création de nouveaux organismes d'assurance du crédit à l'exportation et fournit une assistance technique, des conseils et des renseignements aux organismes trop jeunes ou petits pour pouvoir devenir membres.

Association internationale des assureurs-crédit (AIAC)

Fondée en 1928, l'AIAC est une association comparable à l'Union de Berne. En 1995, elle comptait 43 membres de 28 pays. Elle offre un cadre pour l'échange d'informations, de données d'expériences et de compétences, facilite l'instauration de bonnes relations entre ses membres, et étudie les questions relatives à l'assurance-crédit et à l'assurance-caution. L'adhésion est réservée aux compagnies d'assurance qui fournissent directement des services d'assurance-crédit ou caution. La plupart des membres couvrent les risques commerciaux à court et moyen termes et certains membres assurent aussi contre les risques politiques et de transfert. En 1995, les membres de l'AIAC ont assuré des crédits commerciaux pour une valeur totale de quelque 1000 milliards de dollars EU.

Union de Dakar (Association d'assureurs de crédit à l'exportation et d'organisations de promotion des exportations)

Cette association, aujourd'hui forte de 18 membres, a été fondée en 1984 à Dakar (Sénégal) par des organismes d'assurance-crédit des pays ACP (Afrique, Caraïbes et Pacifique) et méditerranéens. Elle a pour objet de promouvoir la coopération entre les organismes qui s'occupent de l'assurance et du financement des crédits à l'exportation dans les pays ACP et les pays voisins et de promouvoir l'échange d'informations sur les débiteurs et le recouvrement des créances. En 1989, elle a ouvert ses portes aux assureurs européens de crédits à l'exportation pour renforcer la coopération entre les pays ACP et l'UE.

Source: CCI, 1997.

inefficientes et assurer ainsi la survie d'exportateurs précaires. Nous verrons en détail au dernier chapitre en quoi le système commercial multilatéral modère les gouvernements tentés de soutenir (et de fausser) certaines activités économiques et commerciales par le biais du système financier.

En résumé, nous avons examiné dans ce chapitre les grandes caractéristiques d'un système financier efficace pour financer les

échanges et pour limiter les risques du commerce ou aider les marchands à les gérer. Une étude du CCI (CCI, 1997) relative aux aspects pratiques du financement des exportations apporte des renseignements plus complets sur beaucoup de ces questions, et peut servir de guide aux gouvernements pour évaluer le fonctionnement du lien entre commerce et finance dans les pays en développement et en transition (voir encadré II.6).

Encadré II.5: Arrangement de l'OCDE relatif aux crédits à l'exportation

Il y a environ 20 ans, les membres de l'OCDE ont décidé de chercher des moyens de limiter le soutien apporté par les États à certaines activités d'exportation, en réaction au fait que les pays industriels au début des années 70 avaient tendance à aider de plus en plus leurs exportateurs, par des subventions publiques, à obtenir des marchés. L'arrangement qui en a résulté établit des règles pour les crédits à l'exportation bénéficiant d'un soutien public (y compris les garanties, les assurances et les arrangements de financement pour le report de paiements) afin que la concurrence joue en fonction de l'efficacité économique et non des aides publiques. Pour les crédits à l'exportation d'une durée supérieure à deux ans (excepté dans les domaines militaire et agricole), les membres de l'OCDE sont aujourd'hui tenus d'appliquer des taux d'intérêt et des primes minimums sur la base de valeurs de référence, et d'exiger un versement initial d'un certain montant. En outre, l'arrangement fixe des délais de remboursement maximums et prévoit des limites en matière d'aide liée.

Source: OCDE (1998).

Encadré II.6: Principes d'une «bonne» politique de financement des échanges

Une étude du Centre du commerce international (CCI) renferme un petit aide-mémoire permettant aux pays de vérifier si leur environnement financier est propice aux échanges internationaux. Premièrement, les États doivent s'assurer que les entreprises commerciales locales sont saines et solvables, et qu'elles possèdent un encadrement, des pratiques comptables et une infrastructure financière adéquats. Deuxièmement, ils doivent se doter d'un système juridique efficace pour assurer l'exécution des contrats. Troisièmement, il faut que le système bancaire soit suffisamment sain et bien géré pour pouvoir fournir de bons services en matière de crédit commercial, d'assurance et de change. Quatrièmement, les services d'assurance-crédit et de garantie proposés par les sociétés de crédit à l'exportation doivent fonctionner correctement et être suffisamment capitalisés. Cinquièmement, il convient que les gouvernements réduisent le risque politique lié aux paiements, aux procédures douanières, à la fiscalité et au régime de change.

Source: CCI, 1997.

Annexe du chapitre II: commerce et politique de change

Dans la présente annexe, nous traiterons brièvement des avantages et inconvénients de divers régimes de change et mécanismes d'allocation des devises.⁷ Dans les pages qui précèdent, il a été question de l'importance du risque de change pour le commerce international. Ce risque peut résulter d'une réévaluation ou d'une dévaluation au régime de taux de change fixes, ou de l'instabilité d'une parité flottante. C'est pourquoi le cours d'une devise et le régime selon lequel il est fixé sont des facteurs politiques fondamentaux pour les négociants. Par ailleurs, les politiques de change peuvent avoir des effets indirects importants sur le commerce lorsqu'elles provoquent ou aggravent une crise financière. Toutefois, la formation des taux de change et le choix d'un régime de change sont des questions très complexes et difficiles. Les paragraphes qui suivent devraient aider à mieux saisir certains des éléments intervenant dans le choix entre divers régimes.

Les retombées de la politique des changes sur le commerce ne se limitent pas au cours des devises. Si les opérations de change font l'objet de restrictions, et si les devises sont allouées d'une manière qui gêne ou empêche certains types d'échanges par l'instauration de taux de change multiples ou de mécanismes de rationnement, le commerce s'en ressentira également. Un brusque changement d'orientation à cet égard constituera un risque politique. Pour les négociants, il est aussi important, voire plus important, de pouvoir compter sur un mécanisme d'allocation de devises qui soit efficace, transparent et souple, que d'obtenir un «bon» taux de change (Collier, 1998).

Formation et instabilité des taux de change

Lorsque les taux de change ne sont pas fixes, ils sont déterminés par le marché des changes. Le taux de change au comptant est déterminé par les transactions au comptant. Les contrats conclus pour l'échange de devises à une date ultérieure déterminent le taux de change à terme. La plupart des transactions en devises ne se font pas en billets de banque mais sous la forme de dépôts bancaires. Le taux de change, comme n'importe quel autre prix, dépend de l'offre et de la demande. Plus une monnaie est demandée, plus elle s'apprécie; une diminution de la demande entraîne une baisse de sa valeur.

Sur une longue période, les variations des taux de change tendent à équilibrer les prix pratiqués pour un même produit échangeable dans les différents pays

Les économistes font la distinction entre les facteurs en jeu selon qu'ils déterminent le taux de change à long ou à court terme. Si les taux de change peuvent varier librement, leur évolution à long terme est fortement influencée par la loi du prix unique et le principe de la parité de pouvoir d'achat. Cela signifie que, sur des marchés comparables, des biens et des services

identiques devraient coûter la même chose. Si ce n'est pas le cas, ces biens et services quittent le pays «bon marché» pour un pays «cher», jusqu'à ce que les prix soient équilibrés par une correction de leur niveau, ou du taux de change, ou des deux à la fois.

Plusieurs facteurs peuvent faire varier les prix entre les pays, de sorte que la parité de pouvoir d'achat n'est pas toujours respectée même sur une longue période. Cela tient principalement aux écarts des prix pratiqués pour des produits qui ne font pas l'objet d'échanges commerciaux, comme la terre. Quand le prix de produits non échangeables augmente dans un pays, le niveau général des prix varie même si la loi du prix unique continue de prévaloir pour les produits échangeables. Cependant, comme le prix des produits non échangeables (tels que les loyers) influe sur le prix des produits échangeables (par le biais des marges des détaillants, par exemple), une certaine disparité dans le prix des produits échangeables peut subsister. La persistance des écarts de prix d'un pays à l'autre peut aussi s'expliquer par l'application de taux d'imposition (y compris les droits de douane et contingents) ou de règlements (tels que les normes de sécurité) différents.

Les variations des taux de change sur le long terme peuvent être provoquées par n'importe quelle mesure qui agit sur l'offre et la demande de devises, par exemple la hausse d'un droit de douane, qui réduit la demande d'importations, et donc la demande de devises nécessaires à leur achat. Il s'ensuit une dépréciation des monnaies étrangères et une appréciation de la monnaie nationale. Il est à noter que cette dernière, même s'il lui faut un certain temps pour se produire, annulera une partie sinon la totalité des gains de compétitivité découlant de la protection. Autrement dit, taxer les importations, c'est aussi taxer les exportations.⁸

Il est un autre facteur important qui influence l'évolution des taux de change à long terme: l'inflation. Quand les prix intérieurs augmentent davantage que les prix extérieurs, les produits nationaux deviennent moins compétitifs. Il en résulte un accroissement de la demande de produits importés, qui entraîne un gonflement de la demande de devises et une dépréciation de la monnaie nationale. Ce mouvement se poursuit normalement jusqu'à ce que les variations des taux de change compensent les écarts de taux d'inflation.

À court terme, les taux de change tendent à être déterminés par les disparités de taux d'intérêt et par les anticipations, ce qui peut engendrer une surréaction

À court terme, cependant, il est plus fréquent que les taux de change soient déterminés par des facteurs en rapport avec les marchés financiers, facteurs qui expliquent aussi en grande partie l'instabilité des taux de change. Nous avons indiqué que les

⁷ Pour une étude théorique détaillée des questions en rapport avec ce sujet, voir Mishkin (1998), et pour une analyse plus poussée, voir Visser et Smits (1997). Pour une vision plus politique des choses, on se reportera à Eichengreen *et al.* (1998) et Baliño et Enoch (1997).

⁸ Par conséquent, l'application d'un droit de douane aide les producteurs en concurrence avec des importations mais nuit aux exportateurs. Ce deuxième effet est parfois oublié.

transactions en devises portent généralement sur des dépôts bancaires. Étant donné qu'il s'agit là d'une forme de capital, le rendement espéré est déterminant dans la fixation du prix. Tout comme la loi du prix unique sous-entend, pour des marchandises identiques, une uniformisation des prix entre les pays, les dépôts bancaires donneront des rendements semblables, indépendamment de la monnaie dans laquelle ils sont libellés, s'ils peuvent traverser librement les frontières. Les économistes utilisent donc l'analyse du marché des actifs pour expliquer les variations des taux de change à court terme. Fondamentalement, l'évolution des taux de change à court terme est déterminée par des flux d'actifs ayant pour but d'égaliser entre les pays les rendements ajustés en fonction des risques.

La méthode de l'analyse du marché des actifs peut expliquer pourquoi des facteurs en rapport avec les marchés financiers, conjugués aux fluctuations des anticipations relatives à certaines variables, peuvent entraîner des surs réactions des taux de change à court terme, c'est-à-dire des corrections plus fortes que celles nécessaires pour rééquilibrer le marché des changes à long terme. Les variables qui influent sur les prévisions concernant les taux de change comprennent l'inflation dans le pays et à l'étranger, la masse monétaire et le niveau des prix, mais aussi les droits de douane et les contingents d'importation.

La méthode de l'analyse du marché des actifs est un bon moyen d'expliquer les fluctuations des taux de change de courte durée et les surs réactions

Cette méthode repose fondamentalement sur l'idée que les actifs internationaux doivent donner approximativement le même rendement. Prenons un exemple pour illustrer l'interaction existant à cet égard entre les taux d'intérêt et les taux de change. Supposons qu'au départ les États-Unis et les pays de l'euro ont un même taux d'intérêt réel de 3 pour cent et que leurs taux de change soient équilibrés. Brutalement, les États-Unis se lancent dans une politique monétaire expansionniste en abaissant le taux d'intérêt à 2 pour cent. Supposons que, en conséquence, on table, pour un an, sur une inflation plus forte de 1 pour cent aux États-Unis qu'en Europe.

À long terme, nous savons que le dollar devrait perdre 1 pour cent de sa valeur par rapport à l'euro pour que la loi du prix unique reste respectée. À court terme, en revanche, ce sont les mouvements de capitaux qui déterminent le taux de change, lequel fera l'objet d'une surs réaction. Dans notre exemple, après la baisse du taux d'intérêt, les investisseurs achètent des dépôts en euros, qui rapportent des intérêts plus élevés. Il en résulte une dépréciation du dollar, mais celui-ci perd 2 pour cent de sa valeur au lieu de 1 pour cent parce que les investisseurs continuent d'acheter des actifs en euros tant qu'ils ne peuvent pas tabler sur une appréciation de 1 pour cent du dollar. C'est seulement à ce moment-là que le rendement escompté des actifs en dollars (2 pour cent plus 1 pour cent d'appréciation) est égal au rendement des actifs en euros (3 pour cent). Autrement dit, la dépréciation initiale de 2 pour cent (surs réaction) et l'appréciation ultérieure de 1 pour cent équivalant, sur le long terme, à une dépréciation de 1 pour cent qui rééquilibre les marchés des changes.

L'expérience montre tout l'intérêt que présente la méthode de l'analyse du marché des actifs. Elle a permis d'expliquer en

partie, par exemple, la forte appréciation du dollar au début des années 80, lorsque le dollar était très recherché à cause des taux d'intérêt réels élevés pratiqués aux États-Unis. L'appréciation du dollar s'est poursuivie (au-delà du point d'équilibre) jusqu'à ce que les intérêts réels et la perte de valeur prévue équivalent aux rendements escomptés dans les différents pays.

Cette méthode ne permet cependant pas d'expliquer la surs réaction ou l'instabilité des taux de change dans toutes les situations. Certaines imperfections du marché nées de problèmes d'information peuvent aggraver l'instabilité, surtout sur les marchés financiers sous-développés. Sur ces marchés, il arrive que les investisseurs ne peuvent ou ne veulent pas acheter et vendre des actifs libellés dans certaines monnaies, notamment en période de crise, ou exigent des primes de risque très élevées. La surs réaction du taux de change pourra même dépasser le niveau justifié par les écarts de taux d'intérêt.

Choix du régime de change

Il existe une multitude d'options pour les responsables de la politique de change, des taux entièrement libres aux taux plus ou moins fixes, mais chaque formule a ses inconvénients

Compte tenu de l'importance du taux de change pour le commerce et pour la mise en œuvre de différentes autres politiques, les pays n'ont pas la tâche facile lorsqu'il s'agit d'arrêter leur politique de change. Ils peuvent opter pour des taux entièrement fixes ou des taux variables sans restrictions, et il existe de nombreux régimes offrant plus ou moins de souplesse (on en trouvera une récapitulation au tableau II.1). Il existe aussi deux formes d'«union monétaire» auxquelles les pays peuvent recourir: plusieurs pays peuvent adopter une monnaie unique au sein d'une union monétaire entre partenaires «égaux», comme l'ont fait récemment onze des 15 membres de l'UE, ou bien un pays (habituellement petit) peut adopter la monnaie d'un autre pays (plus grand). C'est une solution que l'Argentine a envisagée par rapport au dollar américain lors de la crise financière de la fin 1998.

Les taux de change peuvent être entièrement fixes, comme en régime de caisse d'émission, ou être rattachés à un étalon, tout en pouvant fluctuer dans une certaine proportion autour d'un niveau déterminé. Les fourchettes de fluctuation constituent des contraintes «rigides» quand la banque centrale est obligée d'intervenir pour éviter que les limites soient franchies. Elles peuvent aussi être «élastiques» quand la banque centrale a le choix entre intervenir ou non. Cette deuxième formule correspond plutôt à un régime souple comportant des zones d'intervention. Les États-Unis possèdent probablement l'un des régimes de change les plus libres, les interventions étant extrêmement rares. À l'inverse, Hong Kong, Chine et l'Argentine ont un régime de caisse d'émission, soit le régime de change le plus rigide après celui de l'union monétaire.

Avant de choisir un régime de change, un pays doit réfléchir à ses objectifs. Un régime de taux de change fixes, par exemple, peut aider à créer un environnement prévisible pour le commerce international. Il peut aussi contribuer à la stabilité des prix en disciplinant la politique monétaire. Mais l'attachement à de tels objectifs empêche le pays de poursuivre certains autres objectifs.

C'est ainsi qu'il devra renoncer à dévaluer pour améliorer sa compétitivité, par exemple, car il s'ensuivrait une hausse des prix des importations et, par contrecoup, une forte poussée de l'inflation. Les avantages et les inconvénients des régimes de taux de change fixes sont expliqués ci-après plus en détail. Il est à noter que beaucoup d'inconvénients des taux fixes sont le miroir des avantages des taux variables, et inversement, ce qui n'est pas toujours dit explicitement dans l'exposé qui suit.

Les taux fixes rendent les prix internationaux plus prévisibles, et peuvent favoriser une stabilisation macro-économique, mais ils entraînent une perte d'autonomie politique et demandent des réserves extérieures suffisantes

Comme on l'a indiqué, l'un des principaux avantages d'un régime de taux de change fixes tient au fait qu'il rend plus prévisible la rentabilité des échanges internationaux.⁹ Cet avantage est surtout sensible entre les pays qui entretiennent des liens commerciaux importants. En outre, les pays dont le marché financier est sous-développé et les possibilités de couverture insuffisantes pourront aussi réduire le risque de change couru par leurs exportateurs et importateurs. Enfin, un taux de change fixe peut contribuer à la stabilisation macro-économique dans les pays ayant un passé de forte inflation. L'Argentine, par exemple, a pu, grâce au régime de caisse d'émission, rendre plus crédibles les réformes annoncées et faire disparaître les anticipations inflationnistes.

Cette théorie ne tient que si le taux de change choisi est à peu près correct, ce qui est plus facile à dire qu'à faire, car personne ne sait quel est le taux de change correct. La question ne se pose pas avec les taux variables, mais beaucoup d'observateurs pensent que ces taux de change sont quasiment imprévisibles, du moins à court terme, ce qui accroît d'autant le risque de change dans le commerce international.

Un régime de taux de change fixes exige une très grande discipline en matière de politique monétaire et budgétaire. Quand une politique monétaire laxiste engendre une inflation plus forte que dans le pays sur lequel le taux de change est aligné, la compétitivité des producteurs nationaux peut s'en ressentir, avec les conséquences que cela entraîne pour l'économie. La conjugaison d'un déficit budgétaire excessif et de taux de change fixes peut se traduire par des taux d'intérêt réels très élevés, une faible croissance et un déficit courant intenable. Une dévaluation pourra alors être rendue nécessaire par le gonflement de la dette et, éventuellement, une perte de confiance des investisseurs.

Quand les taux de change sont fixés entre pays «égaux» (dont aucun ne peut arrêter sa politique d'une façon complètement indépendante), une certaine coordination s'impose pour obtenir à des taux d'inflation comparables et éviter des déficits budgétaires excessifs, ce qui est actuellement le cas dans les pays membres de l'Union monétaire européenne.

Des taux de change fixes demandent aussi des réserves internationales suffisantes, au cas où, pour une raison quelconque, il serait nécessaire de combler un déficit de devises. Sans cela, l'insuffisance des réserves pourrait forcer le pays à renon-

cer à la parité fixe. Une situation de ce genre a plus de chances de se produire quand une forte inflation entraîne une surévaluation et un déficit des transactions courantes, et fait anticiper une dévaluation. La mobilité des capitaux internationaux et l'intégration financière allant en s'accroissant, le principal indicateur du niveau des réserves n'est plus, comme dans le passé, le taux de couverture des importations (estimation des réserves en mois d'importations) mais le taux de couverture de la dette extérieure et notamment du passif extérieur à court terme de la banque centrale (Eichengreen *et al.*, 1998). L'importance de ce passif explique en grande partie pourquoi le baht thaïlandais a décroché du dollar EU, événement qui a «officiellement» déclenché la crise asiatique en juillet 1997.

La gestion de la masse monétaire et l'adaptation aux chocs extérieurs deviennent plus difficiles avec des taux de change fixes, et une surévaluation peut susciter des pressions protectionnistes

L'adoption d'un régime de taux fixes rend difficile la politique monétaire quand un afflux de capitaux ou une augmentation de l'inflation à l'extérieur pousse à la hausse le taux de change. La banque centrale peut alors être contrainte d'acheter des devises. Si elle ne prend pas de mesures de stérilisation, il s'ensuit une augmentation de la masse monétaire et de l'inflation. Mais les politiques de stérilisation ne donnent pas toujours d'excellents résultats car elles font grimper les taux d'intérêt, ce qui attire encore plus de capitaux. Les petits pays pourront trouver particulièrement difficile d'absorber des afflux de capitaux importants et irréguliers.

Un taux de change fixe peut gêner l'adaptation aux chocs intérieurs et extérieurs. Les exportateurs de produits de base, par exemple, constatent souvent une corrélation entre les variations des termes de l'échange et l'activité intérieure. Quand les prix et les salaires ne sont pas suffisamment souples et que le taux de change est fixe, des déséquilibres profonds peuvent apparaître si les prix et les salaires ne sont pas revus à la baisse après une détérioration des termes de l'échange. Quand les prix des produits primaires et l'activité reculent, la rigidité des salaires entraîne du chômage et des difficultés pour les entreprises, comme en témoigne, par exemple, la situation vécue après la deuxième crise pétrolière dans beaucoup de pays importateurs de pétrole. Mais la rigidité des prix et des salaires peut aussi causer des déséquilibres dans les pays industriels, ayant un taux de change fixe (ou regroupés dans une union monétaire), car elle provoque des écarts de taux d'inflation et un déclin de la compétitivité.

Un taux de change fixe peut aussi susciter un renforcement des pressions protectionnistes si la monnaie devient surévaluée. De nombreux pays ayant adopté un régime de taux de change fixes recourent à des mesures de protection pour préserver la compétitivité de leurs producteurs (comme les pays de la zone CFA en Afrique occidentale dans les années 80 et au début des années 90).

⁹ L'instabilité des taux de change semble être en augmentation depuis quelques années, mais les négociants disposent aussi de meilleurs moyens pour y remédier (opérations de couverture).

L'abandon en catastrophe d'une parité devenue intenable peut coûter très cher

Nous avons vu qu'un taux de change fixe peut aider à atténuer les incertitudes dans les pays dont le marché financier est sous-développé et les moyens de couverture limités. Mais le développement du marché financier est essentiel pour améliorer la stabilité du taux de change, que le pays suive un régime de taux fixes ou variables. Dans les pays à taux fixes, notamment, le taux de change peut fluctuer fortement quand la parité doit être abandonnée à la hâte et la perte de confiance et l'étrécissement du marché provoquent un effondrement du taux de change. C'est ce qui s'est passé en Indonésie entre la fin de 1997 et le début de 1998. La présence d'un secteur financier bien développé atténue les inconvénients des régimes de taux variable grâce, entre autres choses, aux opérations de couverture rendues possibles par de nouveaux instruments. L'élargissement et l'approfondissement du marché peut aussi être facteur de stabilité.

Il résulte de ce qui précède que, du fait de leur plus grande prévisibilité, les taux de change fixes peuvent présenter des avantages importants pour les marchands. Mais il n'en reste pas moins que leurs inconvénients l'emportent souvent sur leurs avantages, dès lors qu'ils entraînent des déséquilibres macroéconomiques et des réactions de protection, surtout si le pays est contraint un jour d'abandonner son taux fixe. Une parité fixe peut amener des importateurs à renoncer à se couvrir contre le risque de change, et une dévaluation inattendue peut alors causer des pertes considérables (comme on l'a vu en Asie en 1997). L'abandon d'une parité peut aussi porter durablement atteinte au crédit d'un gouvernement. Quand un gouvernement lie sa crédibilité à la parité de la monnaie et en fait une affaire de fierté nationale, une dévaluation a souvent pour effet de précipiter sa chute (Visser et Smits, 1997). Compte tenu de ces observations, des études récentes montrent qu'il importe d'assouplir suffisamment et sans tarder la politique en place dans les pays où les conditions d'une parité fixe ne sont pas réunies (voir Eichengreen *et al.*, 1998).

Enfin, il convient de noter que toute forme d'union monétaire peut amplifier les inconvénients et les avantages d'un taux de change fixe. Il est probablement encore plus coûteux de dissoudre l'union que d'abandonner une parité fixe, mais l'importance même de ce coût peut inciter les pays à appliquer des politiques favorables à la pérennité de l'union.

Taux de change multiples et allocation des devises

La pratique de taux de change multiples et le rationnement des devises faussent les échanges et encouragent la recherche de rentes et la corruption

Pour préserver un régime de parité fixe, les pays appliquent parfois un taux de change préférentiel à certaines importations et un taux moins favorable à d'autres (ou n'accordent pas de devises pour certaines importations). Il peut être obligatoire de

céder totalement ou en partie les recettes d'exportation à un taux souvent désavantageux (inférieur aux taux du marché) fixé par le gouvernement. Ces régimes de change à deux vitesses, généralement associés à un mécanisme de rationnement, peuvent répondre à des intentions parfaitement louables et peuvent aider, en théorie, à promouvoir des objectifs publics valables au moyen de taxes et de subventions implicites. Mais, dans la pratique, ils produisent habituellement des résultats très médiocres (Visser et Smits, 1997).

Premièrement, l'application de taux de change multiples fausse les échanges. Les transactions qui bénéficient d'un taux favorable ont toutes les chances de se développer, tandis que les autres se contracteront. En théorie, de tels régimes de change peuvent faciliter la réalisation d'objectifs valables (même si d'autres moyens d'action sont peut-être plus adaptés). Dans la pratique, l'application de taux de change multiples favorise la recherche de rentes et la corruption parce que la décision d'accorder un traitement favorable à certaines transactions est prise par des fonctionnaires qui peuvent subir des pressions ou être achetés.

En outre, l'État n'est probablement pas l'agent le mieux placé pour allouer correctement les devises en faisant la part entre les transactions à encourager ou à freiner, ce qui exige une énorme information. Collier (1998) écrit qu'il importe, dans les pays en développement, que l'allocation des devises se fasse par le marché et sous l'influence du secteur privé, afin que les transactions commerciales ne souffrent pas d'une intervention de l'État dans ce processus. Il analyse notamment l'intérêt de remplacer les régimes très contrôlés exigeant que les exportateurs cèdent une grande partie de leurs recettes à des conditions défavorables par des régimes plus libéraux qui autorisent les ventes aux enchères des devises, les bureaux de change et les marchés interbancaires de devises, afin d'optimiser l'efficacité, la transparence et la souplesse de l'allocation de devises.

En résumé, les considérations d'ordre commercial sont un des facteurs (mais pas le seul) qui doivent déterminer le choix d'une politique de change. Quand les conditions requises sont réunies et que le commerce est fortement intégré, les pays peuvent retirer énormément d'avantages d'un régime de taux de change fixes, ces régimes sont aussi un bon outil de stabilisation à court terme. Cependant, dans beaucoup de pays, des régimes plus souples présentent des avantages qui l'emportent sur leurs inconvénients, et il peut être utile d'envisager un assouplissement de la politique de change sans attendre que les marchés obligent à prendre des mesures hâtives et à trop dévaluer la monnaie dans un pays où la parité a été mal calculée et ne peut être maintenue (voir aussi Collier et Gunning, 1994; Visser et Smits, 1997; Eichengreen *et al.*, 1998). L'emploi de mécanismes efficaces pour l'allocation de devises est aussi essentiel au fonctionnement du système commercial, et il convient de s'orienter vers des mécanismes d'allocation gérés par le secteur privé et fondés sur le marché.

Annexe – Tableau I.1: Les principaux régimes de change et leurs caractéristiques

Régime de change	Caractéristiques	Exemples (octobre 1998)
Taux de change fixe		
Caisse d'émission	Lien le plus fort avec les autres devises. La masse monétaire varie automatiquement en fonction des réserves internationales.	Argentine; Hong Kong, Chine
Parité fixe	La banque centrale intervient pour maintenir la parité; une certaine marge de manœuvre est possible, selon le degré de fluctuation autorisé.	Zone CFA en Afrique, Malaisie
Situation intermédiaire		
Parité glissante	La banque centrale intervient pour maintenir la parité, qui est ajustée en fonction de certains critères ou règles; des marges de fluctuation rigides sont généralement appliquées.	Brésil
Flottement contrôlé	Intervention occasionnelle de la banque centrale; des marges de fluctuation souples sont souvent appliquées.	Beaucoup de pays en développement
Flottement libre	Normalement, aucune intervention sur le marché des changes.	États-Unis, Royaume-Uni

III. Crises financières et commerce

Depuis l'éclatement de la crise asiatique en juillet 1997, les crises financières sont au premier plan des préoccupations de la classe politique et des universitaires. La crise a probablement atteint son point culminant au troisième trimestre de 1998, avec la chute du rouble, le quasi-effondrement d'un important fonds spéculatif et une forte baisse des principaux marchés boursiers. Elle a commencé à se répercuter sur la croissance et les échanges mondiaux lorsqu'elle s'est étendue à des pays apparemment non concernés. À cette époque s'est amorcé un vif débat sur le rôle des politiques nationales, du commerce international, des mouvements de capitaux et de la structure du système financier international.

Nous verrons dans ce chapitre que les crises financières peuvent gravement perturber les échanges internationaux de deux façons. Premièrement, elles entraînent souvent une raréfaction du crédit et une détérioration des relations financières, ce qui rend le financement du commerce plus coûteux, voire impossible. Deuxièmement, elles portent atteinte à la croissance économique et, indirectement, au commerce, répercussions qui peuvent même se faire sentir à l'échelle planétaire dans le cas d'une crise de grande ampleur. À la lumière de ces liens entre le commerce et la stabilité financière, nous examinons dans ce chapitre la nature et les causes des crises financières. Nous poursuivons par une analyse de leurs effets sur l'économie et le commerce.

Nous expliquons ensuite que le commerce fait partie des remèdes aux crises financières et non de leurs causes. Le commerce est généralement un facteur très important du maintien et du rétablissement de la stabilité financière, et l'application de politiques commerciales libérales dans les pays en crise ainsi que par leurs partenaires commerciaux est essentielle pour le redressement. Pour finir, en annexe à ce chapitre, nous passons brièvement en revue les stratégies de prévention et de règlement des crises en dehors de la sphère commerciale.

A. Pourquoi s'inquiéter des crises financières?

Les problèmes du secteur financier naissent généralement d'une multiplication des prêts improductifs

Nous avons vu plus haut que les acteurs dominants des marchés financiers en matière de financement des investissements et du commerce sont les banques, qui octroient des prêts commerciaux, des lettres de crédit, etc. Parallèlement, les banques sont aussi les acteurs des marchés financiers les plus vulnérables face aux crises, vulnérabilité dont nous allons parler brièvement

pour commencer. Prenons l'exemple très simplifié d'une «banque type» dont le bilan est présenté ci-après (figure III.1). Supposons que cette banque a accepté des dépôts d'une valeur de 90 unités. Ceux-ci sont enregistrés au passif puisqu'ils correspondent à de l'argent que la banque doit aux déposants. La banque détient aussi un capital de dix unités, qui constitue une dette envers ses actionnaires. Enfin, elle a prêté 100 unités à ses clients. Ces prêts sont inscrits à l'actif puisqu'ils représentent de l'argent dû à la banque et que, en principe, la banque peut les céder si elle a besoin de liquidités. Le ratio de fonds propres de cette banque est égal à 10 pour cent. Si tous les emprunteurs remboursent les intérêts et le principal régulièrement (et si l'on fait abstraction de la pondération en fonction du risque et d'autres complications), on peut dire que cette banque est en bonne santé parce que son ratio de fonds propres, 10 pour cent, est supérieur au seuil généralement accepté de nos jours, soit 8 pour cent (voir BRI, 1997).¹⁰

Supposons maintenant qu'un client ne peut rembourser son emprunt, et que la banque perd cinq unités. Si la banque passe cette somme par profits et pertes, la valeur des prêts tombera à 95 et celle du capital à 5. Le bilan en ressort beaucoup moins solide: le ratio de fonds propres tombe à 5,3 pour cent. Pour parvenir au seuil de 8 pour cent, la banque devra lever de nouveaux capitaux ou réduire la valeur des sommes prêtées de manière que le capital restant soit suffisant par rapport aux prêts accordés. Si elle est incapable de lever des capitaux, elle devra ramener l'encours des prêts de 95 à 62,5 ($5/62,5 = 8$ pour cent). Pour cela, elle pourra affecter les sommes remboursées par les emprunteurs au remboursement des déposants, ou exiger le paiement des emprunts échus. Si les pertes sont trop grandes (et compte tenu des lois et règlements du pays), la banque pourra être contrainte de fermer.

Cet exemple nous montre déjà qu'il importe d'avoir assez de fonds propres pour parer aux imprévus. Mais, même avec un ratio de fonds propres de 15 ou 20 pour cent, les banques sont des entreprises à fort levier financier. Leur capital n'équivaut qu'à une petite partie des prêts qu'elles consentent. L'exemple qui précède est aussi très près de la réalité: il suffit souvent d'une perte de 10 pour cent de l'ensemble des prêts octroyés pour réduire le capital d'une banque à zéro. On voit donc que les banques ont un effet de levier beaucoup plus grand que les autres entreprises.

Il importe de se demander pourquoi les banques prêtent de l'argent à de «mauvais» clients. La principale raison en est l'asymétrie des informations détenues par la banque et l'emprunteur

¹⁰ Pour plus de simplicité, nous supposons qu'il s'agit du minimum ayant force de loi et économiquement raisonnable. En l'absence de règle en la matière, les banques pourraient fonctionner en principe avec un capital moindre. Mais nous verrons plus loin que l'insuffisance des fonds propres ne fait habituellement qu'empirer les choses quand un problème surgit, et qu'une couverture insuffisante contre les prêts improductifs compromet la solvabilité des banques.

Il convient aussi de noter que, sur les marchés financiers modernes, il n'est pas jugé suffisant de calculer le ratio de fonds propres sans différencier et pondérer les risques présentés par les diverses activités. Il est souvent recommandé d'employer des normes plus complexes et de donner plus d'importance à la gestion des risques (pour plus de précisions, voir Goodhart, Hartmann, Llewellyn, Rojas Suarez et Weisbrod, 1998). Nous reviendrons ci-après sur la question de la réglementation d'une manière plus approfondie.

Figure III.1: Exemple de bilan

a) Banque «en bonne santé»		b) La même banque après faillite d'un client		c) La même banque après réduction de l'encours des prêts	
Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
100 (prêts)	10 (capital) 90 (dépôts)	95 (prêts)	5 (capital) 90 (dépôts)	62,5 (prêts)	5 (capital) 57,5 (dépôts)
Ratio de fonds propres: 10%		Ratio de fonds propres: 5,3%		Ratio de fonds propres: 8%	

sur la solvabilité de ce dernier (pour plus de précisions, voir l'encadré II.1 du chapitre précédent). En conséquence, les banques appliquent à tout le monde des taux d'intérêt plus élevés afin de se couvrir contre les créances douteuses. Du coup, les «bons» clients se tournent vers d'autres formes de financement (obligations, fonds propres, autofinancement). Il en résulte parfois une situation qui peut sembler paradoxale, dans laquelle un relèvement des taux d'intérêt entraîne une diminution des prêts consentis parce que seuls les mauvais clients sont prêts à accepter de tels taux d'intérêt et que les banques, sachant cela, refusent carrément de prêter (Stiglitz et Weiss, 1980).

Des prêts peuvent aussi s'avérer improductifs du fait des activités d'autres établissements financiers auxquels les banques ont prêté de l'argent. Les fonds spéculatifs ont pris une grande importance à cet égard. Ce sont des fonds de placement qui ressemblent sur beaucoup de points aux autres types de fonds de placements. Mais leur sort est très lié à celui des banques dans la mesure où ils empruntent parfois l'équivalent de dix fois leur capital ou plus, de sorte qu'un fonds qui possède un capital de 1 milliard de dollars EU gère en fait une enveloppe de 10 milliards. Cet effet de levier (dix dans le cas présent) peut entraîner de très grandes pertes. Si le fonds fait faillite, les pertes en excédent de son capital doivent être absorbées par ses banques créancières.¹¹ En septembre 1998, par exemple, des banques ont dû injecter plusieurs milliards de dollars dans le fonds Long Term Capital Management pour l'empêcher de faire faillite après lui avoir consenti des prêts très importants.

Les institutions qui négocient des titres (obligations, actions) pour leur compte propre utilisent fréquemment de l'argent emprunté pour doper leurs activités. Supposons qu'un établissement achète des actions au prix de 100 en se servant de capitaux empruntés d'une valeur de 80. Si le cours des actions tombe au-dessous de 80, la banque peut lui demander des liquidités étant donné que la valeur des actions (de la garantie) ne couvre plus l'emprunt¹², et elle sera peut-être alors contrainte de vendre des actifs. Les pertes résultantes peuvent être énormes, en fonction de l'instabilité du marché et du type des titres achetés (les pertes sur produits dérivés peuvent être particulièrement éle-

vées). Quand les pertes excèdent les réserves de capitaux propres de l'établissement, ou les autres capitaux qu'il peut mobiliser, les banques peuvent être appelées à couvrir les pertes résiduelles. Il en résulte, au bilan des banques, des prêts improductifs ou des pertes irrécouvrables.

Mais il existe d'autres raisons pour lesquelles des prêts improductifs peuvent entraîner des pertes pour les banques et affaiblir leur bilan. Les erreurs touchant les opérations commerciales (comme la perception de commissions inférieures aux prix de revient), une mauvaise évaluation des risques, une gestion déficiente et la fraude sont probablement les principaux facteurs d'origine interne. Le plafonnement des taux d'intérêt imposé par l'État et les décisions qu'il prend en matière d'emploi peuvent aussi affaiblir les banques en les empêchant de couvrir leurs coûts ou en accroissant leurs frais d'exploitation.

Une faiblesse généralisée du secteur bancaire peut déclencher une crise et un mouvement de retraits excessifs

Quand des prêts improductifs et d'autres pertes provoquent la faillite d'une banque, les pertes subies par les déposants sont souvent amorties grâce à l'acquisition de la banque insolvable par une banque en bonne santé, à l'existence d'un système d'assurance implicite entre les banques, ou à des mécanismes officiels d'assurance des dépôts. Mais si plusieurs banques sont en difficulté, le système financier au complet peut en pâtir. Les banques peuvent refuser ou être incapables de reprendre leurs concurrents affaiblis. Il arrive que les mécanismes d'assurance cèdent sous le poids des pertes.

Par ailleurs, la faiblesse ou la défaillance d'un nombre croissant de banques nuit à la confiance envers le système financier en général. Dans l'impossibilité de distinguer les banques solides des banques fragiles (toujours l'asymétrie de l'information), les clients peuvent craindre que les quelques problèmes d'une banque représentent simplement le sommet de l'iceberg et que leurs dépôts ne soient en sécurité nulle part. Il peut en résulter une panique si les déposants sont tentés de retirer leur argent quel que soit l'état de santé de la banque. C'est le genre de com-

¹¹ Les fonds spéculatifs, en tant que sociétés en commandite simple, ne sont pas réglementés et n'ont pas à dévoiler leur situation financière. C'est ce qui explique le secret et l'incertitude qui les entourent.

¹² La même chose peut se produire dans le commerce de produits dérivés si la fluctuation des prix aboutit à des «appels de marge» pour couvrir les pertes éventuelles.

portement «moutonnier» observable au niveau national. Pour un déposant qui ignore quelle banque est fragile et quelle banque est solide, il est parfaitement logique de retirer son argent où qu'il se trouve. C'est probablement ce qui s'est passé en Russie après l'abandon, en août 1998, de la parité entre le rouble et le dollar. En situation de panique, certaines banques, même saines, ne peuvent rembourser les déposants faute d'une trésorerie suffisante et elles ne peuvent récupérer assez vite l'argent prêté (les dépôts étant souvent effectués à plus court terme que les prêts). En conséquence, la crise, qui ne touche à l'origine que quelques établissements fragiles, peut s'étendre à tout le système financier.

Le seuil à partir duquel le fonctionnement du système financier et la confiance sont mis en péril par le nombre de banques en difficulté et l'ampleur de leurs pertes n'est pas le même dans tous les pays. Caprio et Klingebiel (1996a et b) estiment que ce stade de «crise financière» est atteint en gros quand la valeur nette du système bancaire tombe à zéro.¹³

Une crise financière peut avoir des répercussions internationales à cause des échanges commerciaux et, surtout, de l'interdépendance financière

Les crises financières sont souvent associées à des crises de la balance des paiements, mais pas automatiquement. Un pays dont l'économie et le système financier sont complètement fermés peut être en proie à une crise financière, mais l'absence de transactions en devises lui évitera une crise de la balance des paiements. De nos jours, les deux types de crises surviennent souvent d'une façon concomitante. C'est en partie parce qu'une crise financière pousse les investisseurs nationaux et étrangers à sortir leur argent du pays. Si le pays ne possède pas suffisamment de réserves pour couvrir ces sorties de fonds et d'autres obligations comme le service de la dette, une crise de la balance des paiements peut se produire. Le retrait de capitaux internationaux peut aggraver les difficultés des entreprises et des banques, incapables de reconduire les anciens prêts ou d'obtenir de nouveaux financements. Ces facteurs peuvent avoir pour effet d'exacerber une crise préexistante ou de plonger un système financier affaibli dans un état de crise. Cependant, la plupart des observateurs s'accordent pour dire que les mouvements de capitaux ne peuvent causer à eux seuls une crise financière (Goldstein et Turner, 1996; FMI, Perspectives de l'économie mondiale, 1998; Banque mondiale, 1998).

D'autre part, les crises financières peuvent se propager dans plusieurs pays à cause d'une interdépendance financière croissante. Quand des investisseurs détenant un portefeuille international diversifié déduisent des problèmes financiers d'un pays que des problèmes doivent aussi exister dans des pays semblables en apparence, il y a contagion. La cause sous-jacente en est souvent la même que pour les mouvements de retrait massif des dépôts bancaires et de fuite de capitaux: l'asymétrie de l'information. Des investisseurs, qui ignorent quels systèmes financiers sont robustes, retirent sans distinction leur confiance à des pays

qu'ils jugent comparables et sortent leurs fonds de tous ces pays. C'est ce qui s'est produit dans beaucoup de pays émergents après le déclenchement de la crise asiatique.

L'interdépendance financière peut aussi contribuer à la contagion par un autre canal. Les pertes enregistrées sur un marché, par exemple, peuvent forcer les investisseurs à retirer leurs fonds d'un autre marché par prudence. Supposons qu'un investisseur a perdu de l'argent en Russie et que le risque qu'il court est devenu trop important par rapport à son capital: la meilleure façon de se conformer aux règles prudentielles en vigueur dans son pays serait probablement de retirer son argent d'un autre marché risqué (comme le Brésil, à l'époque). Mais, paradoxalement, ce genre de prudence a eu pour effet de renforcer la contagion entre les marchés émergents. En conséquence, les taux d'intérêt pratiqués pour attirer des capitaux dans ces pays étaient parfois supérieurs de 10 points à ceux en vigueur dans les pays industrialisés pour des instruments financiers comparables.

Les difficultés financières des entreprises peuvent aussi avoir des répercussions internationales par le biais du système commercial. Des entreprises défaillantes peuvent «exporter» une partie de leurs pertes, par exemple, quand leur incapacité de payer leurs importations ou de rembourser leurs prêts fait perdre de l'argent à des étrangers. Cela affaiblit le bilan des entreprises et des banques très exposées à de tels marchés.

Le coût économique et social d'une crise financière peut être très élevé

L'expérience montre que le coût économique et social d'une crise profonde et prolongée peut être énorme, mais qu'il peut être limité par l'adoption rapide de mesures correctives. C'est pourquoi l'État doit souvent intervenir pour éviter une instabilité durable, comme celle que le Japon a connue dans les années 90. L'intervention de l'État peut, cependant, coûter très cher, en creusant le déficit budgétaire et la dette publique, ce qui à terme alourdit la charge fiscale.

Les coûts associés à une crise financière sont essentiellement de deux types. Il y a d'abord les dépenses engagées par l'État pour recapitaliser les banques, absorber les créances irrécouvrables et rembourser les déposants, qui sont souvent très élevées, pour une raison très facile à expliquer. Dans la plupart des pays, l'encours du crédit varie entre 50 et 100 pour cent du PIB. Une crise financière caractérisée, mettons, par 20 pour cent de créances entièrement irrécouvrables entraînera une perte de 10 à 20 pour cent du PIB. Si la moitié de cette perte est absorbée par le système bancaire lui-même, l'autre moitié, soit entre 5 et 10 pour cent du PIB, devra être prise en charge par l'État. Si seule une petite partie du système bancaire fléchit ou si l'économie se redresse rapidement et que seule une faible part des créances est irrécouvrable, les coûts pourront être limités. Si presque tout le système bancaire est touché et si d'autres erreurs sont commises, les coûts pourront être beaucoup plus impor-

¹³ Compte tenu des prêts improductifs, ce stade peut déjà être atteint quand, dans le système bancaire, le ratio de fonds propres moyen tombe sous les 5 pour cent. Les banques sont les acteurs dominants des systèmes financiers, mais de graves dysfonctionnements des marchés boursiers peuvent aussi avoir pour effet de déstabiliser l'ensemble du système financier, étant donné l'importance de la concentration, la nature des risques pris par les intermédiaires, et le lien d'interdépendance avec les banques et les systèmes de paiement (voir l'OCDE, 1993 et Goodhart, Hartmann, Llewellyn, Rojas-Suarez et Weisbrod, 1998).

tants. Les crises financières de l'Argentine et du Chili au début des années 80 ont coûté plus de 40 pour cent du PIB.

Il y a, deuxièmement, le coût économique et social; une baisse de la production, contraction des échanges et aggravation du chômage et de la pauvreté. Ce coût est difficile à mesurer, mais nous verrons plus loin qu'il peut être très important. Après la grande dépression, par exemple, la production a diminué d'un quart dans beaucoup de pays. Dans certains des pays touchés par la crise asiatique, la production a baissé de 5 à 15 pour cent en 1998.

En résumé, il ne fait aucun doute aujourd'hui que les crises financières sont devenues l'un des problèmes économiques les plus redoutés. Les prêts improductifs et les pertes du secteur financier sont à la source des situations de faiblesse financière. L'asymétrie de l'information favorise pour une grande part l'apparition de difficultés, et leur propagation (par une réaction de panique et par contagion) à des banques et des pays apparemment sans rapport. Dans ce qui suit, nous allons examiner plus en détail les causes des prêts improductifs et des crises financières.

B. Causes des crises financières

Nous avons expliqué plus haut que les crises financières trouvent surtout leur origine dans les prêts improductifs. Compte tenu des nombreuses crises financières survenues dans toutes les régions, pourquoi est-il si difficile d'éviter ces prêts improductifs? Nous examinerons d'abord les racines internes des crises avant de réfléchir à leur dimension internationale. Dans la plupart des pays, cependant, les crises financières résultent de multiples facteurs et non d'un seul. Vu la complexité des problèmes et des liens d'interdépendance en jeu, nous nous contenterons ici d'en étudier les grandes lignes.

Causes internes des crises

Des politiques macro-économiques inadaptées peuvent fragiliser le système financier en engendrant, par exemple, des cycles d'expansion-contraction

Il existe principalement trois causes internes de crise financière: les erreurs de politique macro-économique, l'insuffisance des mécanismes de réglementation et d'encadrement financiers, et les interventions malheureuses de l'État sur le marché financier (voir Kono, Low, Luanga, Mattoo, Oshikawa et Schuknecht, 1997). Une mauvaise politique macro-économique exerce des pressions sur les systèmes financiers en engendrant, par exemple, des cycles d'expansion-contraction. Quand un gouvernement adopte une politique monétaire expansionniste en abaissant les taux d'intérêt, le financement des projets d'investissement et du crédit à la consommation s'en trouve facilité. L'activité est stimulée et, dans la mesure où les capacités dispo-

nibles sont mieux employées, une telle politique peut même ne pas être inflationniste. Une expansion prolongée de la masse monétaire risque d'aboutir à une surchauffe lorsque la demande intérieure commence à dépasser l'offre. Il en résulte une augmentation du prix d'actifs comme les actions ou les biens immobiliers.

La surchauffe de l'économie provoque aussi des tensions inflationnistes plus générales. L'état doit alors relever les taux d'intérêt pour ralentir la machine économique. Souvent, son intervention vient trop tard et les prix de certains actifs ont déjà augmenté au point où ils sont essentiellement justifiés par la perspective de nouvelles hausses et non par le niveau des loyers ou des bénéfices. Si la dette contractée pour l'achat de ces actifs n'est pas justifiée par une rentabilité suffisante, et si une hausse des taux d'intérêt alourdit leur endettement, les investisseurs essaieront de vendre leurs actifs. S'ils sont nombreux à le faire, la bulle spéculative éclatera brutalement, et les prix s'effondreront. En Argentine, par exemple, les prix des appartements ont augmenté de 50 pour cent et les cours des actions ont triplé en termes réels entre 1977 et 1981, avant que la bulle crève et que tous les gains réalisés disparaissent en l'espace d'un an (Baliño, 1991). Les investisseurs très endettés risquent de se retrouver avec une situation nette négative, les prix obtenus à la vente ne couvrant pas leur dette. Dans ce cas, il arrive que beaucoup d'investisseurs perdent carrément tout et ne puissent assumer leurs emprunts. Il en résulte des prêts improductifs qui grèvent le bilan des entreprises et des banques, comme nous l'avons vu.

En outre, les fonds propres des banques comportent souvent des actions et des biens immobiliers. Si le prix des actifs baisse fortement, les banques devront peut-être diminuer la valeur de ces actifs dans leurs livres, ce qui réduit la valeur de leurs fonds propres et limite leur capacité d'octroyer de nouveaux prêts.¹⁴ Si beaucoup de banques sont touchées par l'effondrement du marché, une crise financière peut survenir. Cet enchaînement d'événements a été constaté en de nombreux endroits depuis la grande dépression du début des années 30, en Amérique latine au début des années 80, dans les pays nordiques au début des années 90 et en Extrême-Orient tout dernièrement.¹⁵

La gestion macro-économique doit éviter deux menaces: la déflation et l'hyperinflation

Si la politique monétaire (et, éventuellement, les règles prudentielles) se relâche, et si la banque centrale octroie des crédits à des banques et des entreprises en difficulté, il y a danger d'hyperinflation. Plusieurs pays latino-américains et en transition en ont fait l'expérience ces dernières décennies. D'un autre côté, une politique monétaire trop rigoureuse peut aggraver le sort des banques si les taux d'intérêt réels élevés qui en résultent mettent un plus grand nombre d'entreprises dans l'impossibilité d'assumer leurs emprunts.¹⁶ Quand une politique d'austérité monétaire provoque une déflation, les taux d'intérêt réels aug-

¹⁴ Un effondrement du marché n'est pas nécessaire: une hausse des taux d'intérêt peut suffire à diminuer la valeur comptable du capital d'une banque s'il comporte des actifs sensibles aux variations des taux d'intérêt, comme des obligations, des actions ou des biens immobiliers.

¹⁵ Une politique budgétaire expansionniste et un déficit budgétaire excessif peuvent aussi peser sur le système financier en accentuant, par exemple, les cycles d'expansion-contraction et en poussant les taux d'intérêt à la hausse (voir Kono *et al.*, 1997).

¹⁶ En revanche, des taux d'intérêt réels élevés peuvent empêcher une dépréciation de la monnaie, et donc réduire le coût en monnaie locale du service des dettes en devises des entreprises.

mentent puisque les taux nominaux ne peuvent tomber au-dessous de zéro. En outre, la valeur réelle de la dette des entreprises s'accroît, ce qui met en péril leur situation financière et (indirectement) celle des banques. La grande dépression constitue l'illustration la plus connue de ce genre d'erreurs de gestion d'une crise (Friedman et Schwartz, 1963).

Un taux de change trop élevé, suivi d'une dévaluation, peut être à l'origine d'une instabilité financière

Le maintien d'un taux de change fixe et trop élevé peut favoriser des cycles d'expansion-contraction et une crise financière à cause de ses effets sur la balance des paiements et les prix relatifs. Cette question est très complexe. Quand la monnaie de référence est celle d'une zone caractérisée par une relative stabilité des prix, comme le dollar EU ou l'euro, et qu'une politique monétaire expansionniste commence à créer de l'inflation, le taux de change effectif réel augmente. Il s'ensuit une augmentation, en particulier, du prix des biens et services non exportables (comme les biens immobiliers) par rapport à celui des biens exportables (comme les voitures) parce que, dans le cas de ces derniers, les prix sont plus ou moins modérés par la concurrence internationale. Autrement dit, le choix du régime de change peut aggraver le déséquilibre des prix relatifs et gonfler exagérément la valeur des actifs.

Une politique expansionniste conduit aussi la demande globale à dépasser l'offre intérieure, avec pour conséquence d'augmenter le déficit du compte courant, car la progression des importations est plus rapide que celle des exportations. La vigueur de la demande attire les produits importés tandis que l'appréciation de la monnaie rend les exportateurs moins compétitifs. La hausse du déficit du compte courant doit être financée par une ponction dans les réserves ou un apport de capitaux. Si, par exemple, le marché immobilier s'effondre alors et si beaucoup de prêts consentis dans l'immobilier deviennent improductifs, les investisseurs risquent de ne plus pouvoir rembourser leurs emprunts aux banques nationales comme étrangères. La confiance diminue, le crédit se raréfie et la fuite des capitaux commence. Ces facteurs, conjugués à l'insuffisance des réserves, peuvent alors contraindre le pays à abandonner sa parité fixe.

Une dévaluation de ce genre peut avoir de très graves répercussions dans les pays ayant beaucoup de dettes à court terme libellées dans une monnaie étrangère. Elle accroît sensiblement la valeur réelle (en monnaie locale) de ces dettes (Mishkin, 1998a). Les entreprises qui se font payer leurs exportations en devises fortes peuvent le supporter, mais celles qui comptent sur leurs recettes en monnaie locale pour rembourser leurs dettes en devises étrangères sont touchées beaucoup plus durement. Des faillites s'ensuivent, avec les conséquences qu'elles ont, comme nous l'avons vu, sur la proportion de prêts improductifs et sur la situation financière des banques. Dans les pays asiatiques frappés par la crise, par exemple, beaucoup de dettes étaient libellées en devises étrangères, et les importateurs et exportateurs ne s'étaient pas couverts, pensant que le taux de change resterait stable. Quand un nombre important de prêts à court terme sont arrivés à échéance et que les créanciers étrangers ont refusé de les refinancer, plusieurs monnaies ont chuté très brutalement, ce qui a aggravé les problèmes des entreprises endettées à l'étran-

ger. Bien qu'une dévaluation puisse causer de graves difficultés au départ, nous verrons plus loin qu'elle peut aussi beaucoup contribuer au redressement après une crise, car elle améliore instantanément la compétitivité des secteurs du pays qui exporte et qui sont en concurrence avec des produits importés.

Les crises bancaires ont pour autre cause fréquente l'insuffisance de la réglementation du contrôle bancaire

Les banques sous-capitalisées sont moins armées face aux chocs de grande ampleur. Si les critères d'agrément et de prudence sont laxistes, les banques sont mal gérées et, presque par définition, fragiles. Si les banques ne sont pas mises en faillite même en cas de difficultés, leurs dirigeants sont incités à devenir moins prudents et à octroyer plus de prêts risqués (pour récupérer de leurs pertes). L'insuffisance de la gestion des risques est aussi une source importante de problèmes dans beaucoup de pays (Kono *et al.*, 1997; FMI, Marchés internationaux de capitaux, 1998).

Les crises financières sont presque toujours imputables en partie au manque de transparence. Si les règles comptables d'un pays, par exemple, n'imposent pas une divulgation rapide et appropriée des prêts improductifs, la réaction aux difficultés naissantes peut s'en trouver retardée d'autant, avec pour résultat une accentuation des cycles d'expansion-contraction. Revenons à notre exemple d'une banque initialement en bonne santé. Supposons qu'un emprunteur cesse de rembourser les intérêts et le principal dus. Si la banque est contrainte de signaler ces prêts et de les passer par profits et pertes, l'organe de contrôle l'obligera à prendre des mesures de redressement avant de consentir de nouveaux prêts. Une telle décision mettra aussi indirectement un frein à la course aux prêts et, donc, à l'inflation des prix des actifs. S'il n'y a pas d'obligation de divulguer les prêts improductifs et de constituer des provisions, la banque pourra continuer de prêter, contribuant du même coup à la flambée des emprunts et des prix. Une réglementation prudentielle qui encourage la transparence peut aider à contenir la surenchère et à limiter les risques de crise financière. Il est aujourd'hui largement admis que, en permettant à des prêts improductifs de passer inaperçus et en retardant l'adaptation du secteur financier, le manque de transparence a entraîné un excès de confiance, a empêché que l'on soit alerté rapidement et a aggravé sensiblement la crise asiatique.

La surexposition à un emprunteur et les prêts à des parties liées sont aussi fréquemment considérés comme étant la source de difficultés financières. Quand une banque accorde une part importante de ses prêts à un seul emprunteur, une défaillance de ce dernier risque fort de conduire aussi la banque à la faillite. Prêter à des salariés et des dirigeants de la banque ou à des entreprises qui ont un intérêt dans la banque donne souvent lieu à des décisions imprudentes et à des difficultés ultérieures. Dans beaucoup de crises financières passées, on a observé des négligences de la part des organes de réglementation et de contrôle dans ces domaines.

Enfin, il ne suffit pas d'une bonne réglementation. Souvent, les contrôleurs ne font pas correctement leur travail par manque de volonté (à cause d'incitations insuffisantes) ou par incapacité (faute de moyens et de compétences). Or si les contrôleurs ne

sont pas capables de déceler les prêts improductifs, les erreurs de gestion, les fraudes, etc. et d'exiger des mesures correctives, la stabilité financière s'en ressentira.¹⁷

Les interventions qui faussent le fonctionnement du secteur financier, telles que le favoritisme, la répression financière et le protectionnisme, favorisent l'apparition de difficultés financières

Diverses autres formes d'intervention de l'État peuvent mettre en péril le secteur financier. Les gouvernements de nombreux pays font peser sur le système financier des coûts qui relèvent normalement du budget, par exemple en ordonnant aux banques d'accorder des crédits à certaines entreprises ou personnes à des taux d'intérêt inférieurs au taux du marché. Les bénéficiaires peuvent être des amis politiques ou des proches du pouvoir en place. Une autre forme d'intervention nuisible consiste à réduire le coût du service de la dette publique en obligeant les établissements financiers à détenir des dettes publiques rapportant moins que le taux d'intérêt du marché. Tanzi (1995) signale que certains pays ont réussi dans le passé, grâce à cette répression financière, à réduire le coût de l'intérêt de plusieurs points de pourcentage du PIB.

Ces interventions faussent l'allocation du crédit et restreignent de ce fait le potentiel de croissance de l'économie. Elles peuvent aussi porter préjudice à la stabilité financière. Le coût des crédits bonifiés ou des prêts improductifs qui en résultent doit être contrebalancé par le produit d'autres activités. Quand les établissements de prêt ne réussissent pas à réaliser des profits suffisants par ailleurs, ou qu'ils n'y sont pas autorisés, leur situation financière s'en trouve affaiblie. Selon leur ampleur, ces interventions peuvent intensifier, voire déclencher, des crises financières (Kono *et al.*, 1997).

Signalons aussi que l'interventionnisme dans le secteur financier s'accompagne souvent de restrictions visant les fournisseurs de services financiers étrangers, qui ont pour effet d'isoler le système financier et peuvent créer éventuellement, par voie de conséquence, les rentes nécessaires pour compenser le coût des interventions de l'État. Mais elles coupent aussi le secteur financier d'une concurrence et d'innovations salutaires, faussant du même coup l'investissement et les flux financiers (François et Schuknecht, 1998).¹⁸ Kono et Schuknecht (1998) expliquent que l'adoption de régimes restrictifs pour le commerce des services financiers peut avoir aggravé la distorsion des mouvements de capitaux et diminué la stabilité financière.

Facteurs internationaux influant sur la stabilité financière

Les chocs touchant les termes de l'échange et les hausses des taux d'intérêt au niveau international peuvent être porteurs d'instabilité financière de la même manière que les cycles d'expansion-contraction

Deux types de chocs extérieurs ont contribué à l'apparition de crises financières dans le passé: le déclin des termes de l'échange et les hausses mondiales des taux d'intérêt. Dans les pays qui subissent une dégradation des termes de l'échange, les recettes de l'État et les entreprises emprunteuses diminuent, ce qui peut les rendre incapables d'assumer leurs obligations financières à l'intérieur des frontières et à l'étranger. Il peut en résulter des problèmes de service de la dette, une accumulation de prêts improductifs et une crise financière. Les pays peu diversifiés qui exportent des produits de base dont les prix varient beaucoup sont les plus exposés aux crises financières parce que, dans l'ensemble de l'économie, une grande partie des prêts sont liés au secteur des produits de base. On peut donner comme exemple la crise financière survenue, après une phase de prospérité, en Afrique ou en Amérique latine au début des années 80.¹⁹

Après la seconde crise pétrolière, qui a abouti à une période de stagflation (forte inflation et faible croissance) en occident et à une suspension de la dette du Mexique en 1981, les taux d'intérêt ont fortement grimpé. La plupart des pays en développement s'étaient lourdement endettés à des taux d'intérêt réels faibles ou même négatifs à la fin des années 70. Lorsque les taux d'intérêt sont montés en flèche, le poids de la dette a fait de même dans beaucoup de pays. La crise de la dette qui s'en est suivie a souvent provoqué non seulement des difficultés de paiement à l'extérieur mais aussi une crise d'endettement intérieure. Selon Eichengreen et Rose (1997), les hausses de taux d'intérêt pratiquées dans les pays industriels sont parmi les principaux facteurs qui expliquent les crises financières survenues dans les pays en développement.

Le manque de transparence favorise un comportement grégaire des investisseurs internationaux et la contagion; une garantie implicite de la dette peut créer un «risque moral»

La volatilité des mouvements de capitaux internationaux peut aussi favoriser les crises financières, surtout dans un environnement économique et politique qui manque de transparence. Premièrement, des afflux de capitaux importants peuvent déséquilibrer la gestion d'un pays au niveau macro-économique; la masse monétaire augmente mais une hausse des taux d'intérêt à des fins anti-inflationnistes risque d'attirer encore plus d'argent étranger. Le financement de l'achat d'actifs par de l'argent étranger et l'excès de la demande peuvent provoquer une bulle spéculative, et des investisseurs étrangers mal informés

¹⁷ Goodhart, Hartmann, Llewellyn, Rojas-Suarez et Weisbrod, 1998 sont d'avis que les mécanismes de réglementation et de contrôle devraient être conçus de façon à promouvoir dans le secteur bancaire des pratiques qui favorisent la stabilité, ce qui n'est pas le cas lorsque existent des carences comme celles que l'on vient de voir. Les auteurs pensent aussi que la réglementation doit être complétée par des contrôles internes (des risques, etc.) et la discipline du marché (agences de notation, par exemple).

¹⁸ Claessens, Demirguc-Kunt et Huizinga (1998) font observer que la présence d'étrangers rend le secteur financier plus efficace. Kime et Wei (1999) ont constaté que la volatilité des mouvements de capitaux est due davantage aux investisseurs locaux qu'aux investisseurs non résidents.

¹⁹ Voir Collier et Gunning (1999).

risquent de continuer à s'engouffrer sur un marché à la mode lorsque le manque de rentabilité des investissements et les difficultés financières à craindre sont occultés. Le mirage évanoui, les investisseurs perdent confiance et adoptent de nouveau un comportement grégaire, cette fois dans l'autre sens. Les sorties de capitaux, aussi excessives que les afflux initiaux, aggravent la contraction du prix des actifs et, de ce fait, les pressions qui s'exercent sur le système financier. Les investisseurs mal informés peuvent aussi être plus portés à n'investir qu'à court terme. Une telle situation fausse la structure des mouvements de capitaux et rend les pays plus fragiles face aux changements d'humeur des investisseurs (Kono et Schuknecht, 1998).

Nous avons vu que ces phénomènes de comportement grégaire et de contagion internationale sont notamment attribuables à l'asymétrie de l'information (voir Wolf, 1999). Le renforcement de l'interdépendance financière à l'échelle internationale et le manque de transparence des marchés financiers de nombreux pays en développement favorisent la propagation des crises financières. Quand la Thaïlande a succombé à la crise, les investisseurs ont commencé à être plus méfiants à l'égard d'autres pays asiatiques. Beaucoup d'observateurs pensent que, là aussi, le manque de transparence a contribué à masquer les problèmes. Les investisseurs ont perdu confiance et ont rapatrié leurs capitaux. Dans les cinq pays asiatiques touchés par la crise, les sorties de capitaux ont représenté en moyenne presque 4 pour cent du PIB en 1997, après des afflux de capitaux moyens d'une ampleur équivalente un an plus tôt. Les systèmes bancaires qui étaient déjà faibles à l'époque n'ont pu supporter ce surcroît de pression. À la fin de 1998, dans les pays asiatiques victimes de la crise, on a calculé que les prêts improductifs représentaient entre 20 et 30 pour cent de l'encours total (FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 1998).²⁰

Plusieurs observateurs pensent que la crise financière en Asie a été déclenchée (ou du moins aggravée) par l'existence d'un risque moral, des investisseurs imprudents ayant trop compté sur la garantie implicite des États. Selon eux, les investisseurs apportent plus d'argent dans les pays où ils pensent que leurs dépôts sont implicitement garantis que dans les pays où ils devraient assumer une partie des difficultés financières. Même si le principe d'un financement international d'urgence est rarement mis en doute, certains observateurs considèrent que l'aide «généreuse» octroyée au Mexique par la communauté internationale en 1995 et l'impression qu'un financement international d'urgence peut facilement être obtenu à des conditions non dissuasives ont aggravé le problème du risque moral en Asie en rendant plus crédible la caution des États.

Réagir à une crise financière par des mesures protectionnistes risque plus d'accroître que de réduire les pressions sur les systèmes financiers

Enfin, une crise financière peut se propager sous l'effet de politiques commerciales protectionnistes. À première vue, le protectionnisme semble un moyen idéal pour améliorer la rentabilité des producteurs nationaux et, de ce fait, renforcer indirecte-

ment le système financier, mais ses conséquences négatives sont probablement beaucoup plus importantes que ses avantages. La protection fait augmenter le prix des importations. S'il s'agit d'intrants destinés à des producteurs nationaux actifs sur le marché mondial, leur compétitivité et leur situation financière en pâtiront.²¹ En outre, le protectionnisme peut nuire aux producteurs étrangers s'ils perdent des marchés à l'exportation pour lesquels ils ont engagé des frais fixes ou s'ils ne peuvent que vendre à perte leurs produits dans d'autres pays. Cela porte préjudice à la santé financière des producteurs étrangers et, indirectement, à la stabilité financière des autres pays. Enfin, le protectionnisme entraîne souvent des représailles qui, à leur tour, feront du tort aux exportateurs nationaux. Il y a donc de fortes chances pour que les effets de la protection commerciale sur le secteur financier dans le pays et à l'étranger soient négatifs.

C. Retombées économiques, sociales et commerciales d'une crise financière

Dans la présente partie, nous examinons de plus près les retombées économiques, sociales et commerciales d'une crise financière, qui peuvent être très graves. Premièrement, nous analysons l'impact de la crise sur des variables macro-économiques telles que la croissance, la masse monétaire et l'offre de crédit, le déficit budgétaire et la balance des comptes courants. Nous poursuivons par une étude des conséquences sociales, notamment en termes de chômage et de pauvreté. Nous finissons par les répercussions commerciales.

Retombées économiques et sociales des crises financières

Une crise financière peut causer une raréfaction du crédit, qui a pour effet de déprimer l'activité économique

Les crises financières s'accompagnent souvent de graves répercussions économiques. Les banques, face à un volume important de prêts improductifs, peuvent être obligées d'assainir leur bilan. Nous avons vu plus haut que, pour y parvenir, elles peuvent réduire l'encours des prêts en demandant le remboursement des prêts anciens tout en s'abstenant d'en consentir de nouveaux. La raréfaction du crédit qui en résulte se transforme en véritable crise financière quand le manque de confiance et l'incertitude font que les banques hésitent encore plus à octroyer de nouveaux prêts à des clients dont la solvabilité n'est pas évidente. Les entreprises saines elles-mêmes peuvent avoir du mal à obtenir de nouveaux crédits quand les banques qui connaissent leur situation financière sont en difficulté ou en faillite et que les autres banques ignorent leur solvabilité. L'incertitude entourant l'avenir des taux de change (et donc de la rentabilité des activités) et de la valeur des actifs (qui pourraient servir de garantie) peut aggraver la raréfaction du crédit. En conséquence, les entreprises auront du mal à financer leurs projets d'investissement et parfois même leur fonds de roulement. Certaines pourront être incapables de rembourser les prêts échus et, dans

²⁰ Bacchetta et Van Wincoop (1998) soutiennent que, au départ, l'instabilité des marchés financiers émergents peut aussi avoir résulté d'un manque d'information sur les possibilités d'investissement et du fait que les investisseurs internationaux sont en train d'apprendre comment évaluer les occasions qui s'offrent à eux.

²¹ Dans l'annexe I de ce chapitre, nous montrons que le protectionnisme peut entraîner une appréciation de la monnaie nationale en réduisant la demande de devises étrangères, ce qui fait également du tort aux exportateurs.

Tableau III.1: Projections de croissance depuis le début de la crise asiatique

	FMI, Perspectives de l'économie mondiale				
	Mal 1997	Octobre 1997	Mai 1998	Octobre 1998	Mai 1999
Croissance de l'économie mondiale (en pourcentage)					
1998	4,4	4,3	3,1	2,0	2,5
1999	...	>4	3,7	2,5	2,3

des cas extrêmes, d'honorer leurs contrats par manque de capitaux. Ce sont autant de facteurs qui dépriment l'activité économique. Ils peuvent même enclencher un cercle vicieux dans lequel le déclin de l'activité provoque une multiplication des prêts improductifs et des faillites, laquelle ralentit la production à son tour.

Le Mexique après la crise de 1994 et les pays asiatiques après le milieu de 1997 ont traversé une période de pénurie extrême de crédit (FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 1998). Dans l'année qui a précédé la crise, les crédits aux particuliers ont progressé dans une fourchette de 10 à 30 pour cent (ce qui témoigne aussi de l'explosion des prix des actifs favorisée par le relâchement des politiques du crédit avant la crise). Avec la crise financière, les crédits au secteur privé se sont contractés. Au Mexique et en Thaïlande, les crédits aux particuliers ont diminué de 20 à 40 pour cent en termes réels. Les autres pays asiatiques victimes de la crise ont enregistré des baisses allant jusqu'à 20 pour cent au premier semestre de 1998.

Les crises financières peuvent avoir des répercussions sur la croissance à l'étranger

Une crise financière peut aussi déprimer l'activité économique à l'étranger. Lorsqu'elles doivent se couvrir contre les impayés, les banques peuvent être contraintes de réduire leurs activités de prêt non seulement dans le pays touché par la crise mais aussi à l'extérieur. De même, une entreprise qui subit des pertes à cause de défauts de paiement ou d'une diminution des possibilités d'exportation souhaitera peut-être réduire ses investissements. Ces retombées, ajoutées à une concurrence croissante des importations en provenance des pays en crise, risquent aussi de déprimer l'activité économique dans les pays non touchés par la crise. Les répercussions se feront probablement le plus sentir dans les pays qui entretiennent des liens commerciaux étroits avec les pays en crise et qui y sont fortement exposés sur le plan financier. La situation en Asie constitue un excellent exemple des répercussions mondiales des crises financières. Les projections de la croissance mondiale ont été plusieurs fois révisées à la baisse entre mai 1997 (période antérieure à la crise) et l'automne 1998 (tableau III.1).

En mai 1997 et jusqu'en octobre 1997, le FMI était très optimiste dans ses prévisions tablant sur une croissance mondiale de

plus de 4 pour cent en 1998 et 1999. En mai 1998, les prévisions de croissance pour 1998 ont été ramenées à environ 3 pour cent, et à seulement 2 pour cent à l'automne 1998, avant d'être revues légèrement à la hausse au printemps 1999. À l'automne 1998, les prévisions de croissance pour 1999 avaient été ramenées à 2,5 pour cent pour tenir compte des effets directs de la crise financière sur l'activité économique en Asie du Sud-Est mais aussi de ses effets indirects dans d'autres pays.²² C'est le Japon qui a dû procéder aux révisions les plus fortes parce que son économie et son système bancaire étaient plus exposés aux soubresauts de l'Asie du Sud-Est que ceux des autres pays industrialisés. Ses prévisions de croissance pour 1998 sont passées de presque 3 pour cent en mai 1997 à -2,5 pour cent en octobre 1998. Mais d'autres pays industrialisés et en développement ont aussi revu leurs prévisions de croissance à la baisse, surtout quand la crise financière s'est étendue à la Russie et a menacé l'Amérique latine.

Une crise financière peut mettre en péril la stabilité monétaire et financière

L'incidence d'une crise financière sur d'autres variables macro-économiques mérite aussi d'être étudiée. Nous avons dit plus haut qu'il est extrêmement difficile de gérer la masse monétaire pendant une crise financière. Quand un pays essaie de désamorcer la crise en augmentant l'offre de crédit de sa banque centrale, l'expansion de la masse monétaire peut conduire à l'hyperinflation. L'Indonésie a probablement été le pays d'Asie le plus près de vivre cette situation, l'absence de réformes et le gonflement de l'offre de crédit de la banque centrale ayant attisé l'inflation à la fin de 1997 et au début de 1998. *A contrario*, la conjugaison d'une crise financière et d'une politique monétaire trop restrictive peut entraîner une déflation, tout aussi nocive pour l'activité économique. On considère aujourd'hui que la grande dépression du début des années 30 s'explique en grande partie par des politiques de resserrement du crédit, assorties d'une chute des cours des produits de base, d'une déflation et d'une multiplication des faillites bancaires à la fin des années 20 et au début des années 30. La crainte d'une déflation a donc poussé les banques centrales des pays industrialisés à réduire les taux d'intérêt à la fin de 1998.

Les crises financières mettent les finances de l'État à rude épreuve essentiellement de trois façons. Premièrement, elles accroissent les dépenses publiques consacrées à des prestations

²² La plupart des problèmes du Japon, cependant, ont des causes locales, et la situation du pays ne peut être entièrement attribuée à la crise asiatique.

comme les indemnités de chômage et l'aide sociale. Parallèlement, les recettes, notamment l'impôt sur les bénéfices des entreprises, tendent à diminuer. Troisièmement, le déficit budgétaire et la dette publique augmentent quand l'État doit renflouer le système financier avec des fonds publics. En fait, la détérioration des comptes du secteur public et le refus des investisseurs de détenir des obligations libellées en monnaie nationale peuvent quasiment forcer le gouvernement à sortir la planche à billets et à alimenter ainsi un cercle vicieux en provoquant une hyperinflation et une nouvelle dégradation de l'économie.

La fin de la phase d'expansion et la contraction du financement extérieur exigent souvent un ajustement douloureux du compte courant et de la demande globale

Les crises financières demandent aussi fréquemment un ajustement douloureux du compte courant, surtout si elles suivent une période marquée par une forte croissance économique, un déficit important de la balance extérieure et un alourdissement de la dette. À toute phase d'expansion caractérisée par une demande intérieure excessive et un déficit élevé du compte courant doit succéder, à un moment donné, une période de resserrement de la demande et de rééquilibrage des opérations avec l'extérieur. Mais en cas de crise financière, les sorties de capitaux peuvent exiger une forte amélioration du solde des opérations courantes, qui ne peut être obtenue que par une contraction brutale de la demande intérieure. Si la crise est grave, le tarissement du crédit et l'effritement de la confiance entraînent une contraction de la demande intérieure parce que les producteurs renoncent à la totalité ou une partie de leurs projets d'investissement et réduisent leurs stocks, et parce que les consommateurs annulent ou reportent leurs achats. Si cet ajustement «automatique» de la demande n'est pas d'une ampleur suffisante, l'État devra peut-être adopter une politique budgétaire restrictive pour éviter des difficultés de balance des paiements. Mais si la contraction spontanée de la demande intérieure va trop loin, une relance budgétaire peut être justifiée.

Quand la demande intérieure recule et qu'une récession (voire une dépression) s'annonce, la politique sociale du gouvernement joue un rôle très important. Cependant, même si les besoins sociaux augmentent, un assouplissement excessif de la politique budgétaire en période de crise peut être néfaste. Une politique budgétaire expansionniste risque d'empêcher l'ajustement nécessaire du compte courant et peser sur le taux de change en provoquant une hausse de la consommation et du déficit publics. Un gonflement du déficit peut aussi absorber une grande part des liquidités disponibles, ce qui aurait pour effet d'évincer les investisseurs privés et de faire grimper les taux d'intérêt.

Dans le cas d'une crise grave, un soutien financier international peut être essentiel pour contenir le seuil de l'activité économique (en limitant l'ampleur de l'ajustement du compte courant) et pour faciliter le règlement de la crise. Il peut permettre d'éviter des défauts de paiement à l'égard de l'étranger, et donc une aggravation des répercussions de la crise sur l'économie nationale et internationale. L'investissement étranger direct (IED) peut contribuer à recapitaliser les banques et les entreprises.

Cependant, malgré un soutien international, les ajustements à apporter à la balance des paiements peuvent être considéra-

bles: dans certains pays asiatiques, la variation du solde des opérations courantes entre 1997 et 1998 a dépassé 10 pour cent du PIB, phénomène étroitement lié à l'inversion des mouvements de capitaux et au fléchissement brutal de la croissance économique dans ces pays.

Le chômage et la pauvreté constituent le coût social d'une crise

Une crise financière peut causer d'énormes problèmes sociaux. Lorsque l'activité économique se contracte et que des banques et des entreprises baissent le rideau ou fonctionnent au ralenti, il s'ensuit des licenciements et une baisse des salaires réels. Les personnes au chômage ou au bas de l'échelle salariale qui doivent nourrir une famille nombreuse sont les plus exposées aux difficultés et peuvent même se retrouver au-dessous du seuil de pauvreté. Les services d'aide sociale deviennent surchargés, la situation sanitaire et alimentaire se dégrade et certains des plus démunis n'ont plus les moyens de scolariser leurs enfants. Conscients de ces coûts, les gouvernements des pays en crise et la communauté internationale axent leurs programmes d'aide sur la sécurité sociale et la formation de capital humain.

Incidences sur les échanges

Les pénuries de crédit peuvent entraîner une diminution des importations et, dans certaines circonstances, rendre plus difficile le financement des échanges

Dans le pays où elle sévit, une crise a des incidences importantes sur les échanges (tableau III.2), dont nous avons traité partiellement plus haut. Premièrement, le resserrement du crédit qui suit une crise financière porte préjudice aux importations. Les projets d'investissement financés par le crédit (qui comportent habituellement une part importante de biens d'équipement importés) sont revus à la baisse. La grande dépression, par exemple, s'est traduite par une baisse de presque 90 pour cent de l'investissement brut (Kindleberger, 1973), et la crise asiatique par une diminution d'environ un tiers de l'investissement brut en Thaïlande et en République de Corée en 1998. Le crédit à la consommation risque aussi de s'en ressentir, ce qui, avec la perte de confiance des consommateurs, peut affecter notamment les importations de biens de consommation durables comme les voitures et les articles de luxe.

La raréfaction du crédit peut également porter préjudice aux exportations et aux importations à cause d'une hausse du coût du financement des échanges. Pendant une crise financière, comme toute autre forme de financement, les crédits destinés au financement d'importations ou aux règlements anticipés d'exportations seront consentis à des taux d'intérêt plus élevés. Les primes demandées pour garantir des exportations risquent d'augmenter, les sociétés de garantie ayant plus de mal à évaluer la solvabilité des partenaires commerciaux dans les pays en crise.

Dans des crises graves caractérisées par une importante dette privée à court terme et par une forte volatilité du taux de change, les producteurs peuvent éprouver les plus grandes difficultés à financer leurs activités commerciales. Premièrement, il se peut que les banques du pays ne soient pas suffisamment liquides pour financer les importations

Tableau III.2: Évolution des échanges dans un pays touché par une crise financière

Situation	Volume des exportations	Volume des importations
Tarissement du crédit, perte de confiance	Baisse	Baisse
Diminution de la demande intérieure	Hausse possible	Baisse
Contagion financière et économique	Baisse	...
Choix politiques:		
Dévaluation	Hausse	Baisse
Soutien financier international	Hausse possible	Hausse

nécessaires à la production de biens exportables. De même, le fonds de roulement sera peut-être difficile à obtenir, même si les commandes à l'exportation pour lesquelles il est requis ont déjà été reçues. Deuxièmement, les incertitudes entourant la solvabilité des producteurs nationaux - d'autant plus fortes que leur endettement à court terme en devises est important - peuvent aussi leur rendre plus difficile l'obtention d'un crédit. Troisièmement, la volatilité du taux de change peut faire hésiter les banques à établir des lettres de crédit en devises étrangères. Une banque indonésienne, par exemple, pourra refuser de garantir un règlement en dollars si elle n'a pas la certitude que le taux de change en vigueur demain permettra au producteur national de payer.

Toutefois, il ne faut pas exagérer ces obstacles à l'obtention de crédits et les difficultés que certains auraient rencontrées pour faire financer leurs opérations commerciales (Stephens, 1998a). Les exportateurs sont bien placés pour obtenir des crédits pendant une crise financière. Premièrement, quand un exportateur est endetté dans le pays ou à l'étranger, les établissements financiers n'ont aucun intérêt à lui supprimer ses lignes de crédit commercial. Cela ne ferait que réduire encore sa capacité de remboursement. Un exportateur payé en devises fortes peut aussi bénéficier d'un traitement préférentiel de la part de banques qui doivent s'acquitter en devises fortes des obligations qu'elles ont ailleurs. Deuxièmement, les exportateurs peuvent trouver d'autres moyens de financer leurs activités commerciales. Ils peuvent faire appel à des banques étrangères. Le produit des exportations peut être placé sur un compte bloqué avec lequel les importations sont payées en priorité avant que le solde des fonds soit mis à la disposition de l'exportateur. Par ailleurs, dans certains cas, le refus d'accorder un crédit peut être justifié si le producteur est insolvable et si la poursuite de son activité n'est pas garantie.

Le tassement de la croissance restreint la demande tout en intensifiant la concurrence

Le tassement de la demande intérieure, ajouté à l'aggravation du chômage et à la diminution de la confiance des entreprises et des consommateurs, met un frein aux importations. Les producteurs nationaux dont les débouchés intérieurs sont réduits par la crise peuvent renforcer leur présence à l'étranger pour chercher d'autres débouchés et pour remplir leurs obligations financières. Ils s'ensuivra probablement une augmentation des exportations. D'autre part, à l'étranger, la contraction des exportations vers les pays en crise, outre les répercussions éventuelles de problèmes financiers, peut nuire à la croissance. Il en résulte une réduction de la demande pour les exportateurs des pays en crise (effets indirects).

Le commerce peut être stimulé par une dévaluation et un soutien financier international

Quand un pays dévalue sa monnaie par rapport à celle de ses principaux partenaires commerciaux, ses producteurs de biens et services marchands deviennent plus compétitifs chez eux et à l'étranger. En conséquence, le volume des exportations augmente généralement, alors que la croissance des importations se ralentit ou devient même négative.²³ Mais nous avons vu plus haut qu'un abandon précipité d'une parité monétaire peut entraîner une extrême instabilité des taux de change et une surréaction, comme certains pays asiatiques en ont fait l'expérience (Eichengreen et Masson, 1998). Les activités commerciales peuvent s'en ressentir à cause d'une rarefaction du crédit et d'une fragilisation des entreprises. Le coût d'une telle perturbation financière peut l'emporter sur les avantages d'un taux de change plus compétitif à court terme, tant que les marchés financiers ne se sont pas stabilisés.

Les pays en crise qui reçoivent un soutien financier international peuvent maintenir un volume d'importations plus élevé.

²³ Cet effet peut être annulé par des dévaluations compétitives. Si tous les pays dévaluent, la position relative de chacun ne change pas. Nous verrons au chapitre suivant que, bien que d'autres pays aient dévalué, les monnaies des pays asiatiques en crise se sont effectivement dépréciées en termes réels par rapport à celles de leurs partenaires commerciaux, ce qui a stimulé leurs exportations.

Tableau III.3: Projections du commerce de marchandises depuis le début de la crise asiatique (variations en pourcentage)

	FMI, Perspectives de l'économie mondiale				OMC
	Mai 1997	Mai 1998	Octobre 1998	Mai 1999	Rapport annuel Septembre 1998
Monde					
Volume des exportations 1998	6,7	6,2	3,6	3,1	4,0
1999	...	6,0	4,2	3,7	...
Pays d'Asie en développement*					
Volume des exportations 1998	11,2	9,5	5,0	3,1	...
1999	...	7,6	4,9	3,6	...
Volume des importations 1998	12,0	4,0	-4,2	-10,7	...
1999	...	9,9	3,8	5,6	...

* Sauf le Taipei chinois; Hong Kong, Chine; la République de Corée et Singapour.

Dans la mesure où ce soutien soulage le système financier, préserve l'activité économique et rétablit la confiance, il peut aussi être bénéfique aux exportations. En Bulgarie, par exemple, le secteur financier et la production se sont presque effondrés et les exportations et les importations se sont fortement contractées en 1996 et au début de 1997, avant qu'un programme de soutien international mis sur pied par l'intermédiaire du FMI stabilise l'économie et relance les échanges.

La crise asiatique a conduit à une révision sensible des projections du commerce mondial

À l'échelle planétaire, les crises financières graves qui surviennent dans des pays importants risquent de ralentir non seulement la production mondiale mais aussi le commerce international. Le tableau III.3 illustre avec l'exemple asiatique les effets nocifs qu'une crise financière peut avoir sur les échanges mondiaux. Avant le déclenchement de la crise asiatique, le FMI avait projeté dans les Perspectives de l'économie mondiale que le volume des exportations mondiales augmenterait de 6,7 pour cent en 1998. Son estimation a été ramenée à 3,6 pour cent dans le numéro d'octobre 1998 des Perspectives, et à un chiffre voisin dans le Rapport annuel 1998 de l'OMC, puis à 3,1 pour cent au printemps de 1999. De même, les prévisions sur la croissance du commerce en 1999 ont été revues à la baisse, passant de 6,0 pour cent (mai 1998) à 3,7 pour cent (mai 1999). Les projections concernant les pays en développement d'Asie ont été corrigées d'une manière encore plus radicale. En mai 1997, le FMI prévoyait dans les Perspectives de l'économie mondiale une

augmentation des exportations et des importations supérieure à 10 pour cent pour 1998. Par la suite, la prévision de croissance du volume des exportations a été ramenée à moins de 4 pour cent pour 1998 et 1999. Le volume des importations s'est même contracté en 1998 avant de se reprendre légèrement en 1999.²⁴

D. Rôle du commerce dans la prévention et le règlement des crises

Il importe que le système de financement du commerce fonctionne bien, mais l'État doit veiller soigneusement à ce que son intervention n'ait pas des effets contraires à son objectif

L'adoption, en matière de commerce et de financement du commerce, de politiques libérales propices au développement des échanges est essentielle pour la prévention et le règlement des crises financières. Nous avons vu plus haut que le blocage des mécanismes de financement et le protectionnisme peuvent enclencher et alimenter un cercle vicieux de crise financière et de diminution de la croissance. Stephens (1998a) a examiné en détail le rôle joué par les politiques gouvernementales de financement et de développement du commerce dans la prévention et la correction des crises. Il est à noter que les banques n'ont en principe aucun avantage à supprimer leurs lignes de crédit commercial (qui présentent un risque relativement faible) pendant une crise financière car cela réduirait d'autant la capacité des emprunteurs de rembourser leur dette.²⁵ Mais créanciers et emprunteurs seront incités à souligner la dimension stratégique des problèmes de financement du commerce s'ils pensent que

²⁴ Signalons toutefois que ce chiffre concerne l'ensemble des pays en développement d'Asie, y compris ceux qui n'ont pas été touchés par la crise.

²⁵ La politique consistant à conserver des lignes de crédit pour maintenir des débiteurs à flot peut être remise en question pour deux raisons. Ainsi que nous l'avons indiqué, la prudence peut imposer aux banques de se retirer de marchés risqués. Deuxièmement, il peut arriver que des créanciers qui craignent d'être sollicités ultérieurement pour partager le poids des pertes coupent leurs lignes de crédit pour limiter leur exposition.

les pouvoirs publics et des organisations internationales pourraient intervenir et offrir des moyens de financement plus favorables. Il importe donc d'apprécier avec soin l'ampleur du problème avant de s'engager en ce sens.

L'État devrait peut-être permettre aux exportateurs de conserver une partie de leurs recettes d'exportation. Ils pourront ainsi se servir des rentrées escomptées pour garantir des crédits à l'importation. Nous avons indiqué que les exportateurs peuvent aussi faire verser cet argent sur un compte bloqué avec lequel les importations seront payées avant que le solde soit débloqué ou cédé à la banque centrale. De plus, des sociétés privées de crédit à l'exportation, des garanties de l'État ou des dispositifs de la banque centrale permettant de financer les échanges et le fonds de roulement peuvent être des compléments utiles en période de crise financière et de perturbations du financement du commerce. Il importe toutefois d'analyser avec soin les incitations et les obligations financières découlant de tels dispositifs. Ainsi qu'on l'a dit, l'impression de pouvoir disposer de l'argent public peut entraîner les producteurs à «créer» un problème. Une intervention des pouvoirs publics sous la forme de garanties systématiques peut aussi créer des engagements à court terme très importants de l'État. Elle peut évincer les sociétés privées, et empêcher une différenciation utile, opérée par le marché, entre les «bons» et les «mauvais» risques. Il faut également user de prudence s'agissant de garantir le financement d'importations pour des projets qui ne créent pas de capacités d'exportation car ce type de subventions à l'importation risque d'aggraver le déséquilibre de la balance des paiements.

[La croissance des échanges peut grandement contribuer au redressement après une crise, avec l'aide d'une libéralisation du commerce et d'un ajustement du taux de change judicieux](#)

Face à une crise financière, certains gouvernements envisagent des mesures protectionnistes pour soulager les producteurs nationaux. Mais, ainsi que nous l'avons souligné, leur incidence sur les prix des intrants, les distorsions qu'elles créent et le danger de représailles n'en font pas une solution à conseiller contre une crise financière. À l'inverse, la libéralisation des échanges a beaucoup aidé plusieurs pays à sortir d'une crise financière, car elle accroît l'efficacité et fait baisser les prix des intrants, permettant ainsi à l'économie de surmonter la crise grâce aux échanges.

La libéralisation des échanges est probablement plus aisée lorsqu'elle est conjuguée à la correction d'un taux de change surévalué. Cette double approche permet à la fois d'obtenir des gains d'efficacité dans les entreprises travaillant pour le marché intérieur ou à vocation exportatrice et de soulager les entreprises en concurrence avec des produits importés grâce à la hausse des prix des importations provoquée par la dévaluation. Une libéralisation assortie d'une dévaluation peut alors donner un sérieux coup de fouet à la production des biens faisant l'objet d'échanges internationaux, ce qui aide à relancer l'économie et à résorber le chômage. La dévaluation à elle seule peut aussi améliorer la compétitivité des exportateurs et contribuer, du même coup, à assainir la situation financière des entreprises, à rembourser les dettes et à accélérer le règlement de la crise. Nous avons dit plus haut qu'il est indispensable de maîtriser la

dévaluation pour en limiter les répercussions dommageables à court terme. Un endettement extérieur important peut atténuer les effets bénéfiques d'une dévaluation parce qu'un alourdissement de la dette exprimée en monnaie nationale risque de fragiliser les producteurs qui n'exportent pas.

En 1994, la dévaluation du franc CFA en Afrique occidentale, elle aussi conjuguée à des mesures de libéralisation des échanges, a ainsi eu pour effet de dynamiser le commerce, et le volume des exportations de la plupart des pays de la zone CFA s'est sensiblement accru (Clément, Mueller, Cossé et LeDem, 1996). Le Mexique a vu le volume de ses exportations augmenter de plus de 50 pour cent en deux ans après avoir laissé flotter le peso à la fin de 1994. Par conséquent, les exportations ont grandement contribué à la reprise économique de ce pays en 1996. Nous verrons au prochain chapitre qu'une forte croissance des exportations a également joué un rôle capital dans d'autres crises financières, et qu'il en sera probablement de même dans le cas de la crise financière asiatique.

[L'adoption de politiques libérales pour le commerce des services financiers peut favoriser l'efficacité et le développement du secteur financier et rendre les mouvements de capitaux moins déstabilisants](#)

La crise asiatique a montré que même les pays qui semblent jouir d'un environnement favorable – budget équilibré, politique commerciale extravertie et droits d'importation relativement bas – ne sont pas à l'abri des crises financières. On s'aperçoit aujourd'hui que leurs politiques n'étaient pas toujours aussi bénéfiques qu'on le croyait, et il est frappant de voir que certaines interventions de l'État dans le secteur financier ont été particulièrement malheureuses. Dans plusieurs pays, les établissements financiers nationaux ont souffert du dirigisme et de la politisation des opérations de prêt. En même temps, certaines politiques protectionnistes appliquées dans le secteur des services financiers ont pu privilégier excessivement l'emprunt à court terme pour le financement extérieur (Kono et Schuknecht, 1998). En République de Corée, par exemple, des politiques de ce type ont probablement favorisé les apports de capitaux à court terme plutôt qu'à long terme (Banque mondiale, 1998). Beaucoup s'accordent aujourd'hui pour dire que la préférence donnée aux emprunts à court terme pour le financement extérieur a contribué au chaos financier qui a frappé l'Asie.

Kono et Schuknecht (1998) se sont penchés sur le rôle de la politique du commerce des services financiers dans la stabilité financière. Les systèmes financiers ont beaucoup à gagner de la présence commerciale de fournisseurs de services étrangers et d'une libéralisation de l'ensemble des services financiers. Premièrement, cette libéralisation intensifie la concurrence et encourage les transferts de compétences (même si elle peut engendrer des problèmes d'ajustement temporaires dans le secteur financier). Deuxièmement, le développement des marchés et des infrastructures, la gestion des risques et la transparence sont améliorés. Enfin, une meilleure information des investisseurs et un marché financier plus large et plus profond conduisent probablement à une structure plus équilibrée des échéances et des instruments de

la dette extérieure, ce qui réduit le risque de crise financière.²⁶ La Thaïlande et la République de Corée ont commencé à changer de politique en 1997 et ont pris la décision très attendue d'ouvrir leurs services financiers à une participation accrue des

étrangers. Il est probable qu'une libéralisation du commerce des services financiers contribuerait beaucoup à éviter des crises dans d'autres pays aussi. Le dernier chapitre traite d'une manière plus complète du rôle de l'OMC à cet égard.

²⁶ Les liens entre le commerce des services financiers, les mouvements de capitaux et le système commercial multilatéral seront étudiés plus en détail ci-après. Selon Ojeda, McCleery et De Paolis (1997), la libéralisation des services financiers en Inde et en Chine permettrait à l'économie de ces pays de gagner plusieurs points de PIB. Goldstein et Turner (1996), le FMI (Marchés internationaux de capitaux, 1998) et la Banque mondiale (1998) soulignent combien une présence commerciale étrangère peut aider à résister aux chocs, à répartir les risques, à développer les compétences et à recapitaliser le système bancaire.

Annexe du chapitre III: stratégies permettant de prévenir et de régler une crise financière en dehors du cadre de la politique commerciale

Compte tenu de la place prise par la question des crises financières dans le débat public, et de l'emploi fréquent d'expressions telles que «réglementation prudentielle» ou «architecture du système financier international», dans la présente annexe nous examinons brièvement les mesures recommandées en dehors de la sphère commerciale et dont on pense qu'elles sont essentielles pour le règlement ou la prévention des crises financières (mesures macro-économiques et dispositions réglementaires, mesures en rapport avec l'architecture du système financier international).

De bonnes politiques macro-économiques sont indispensables au maintien et au rétablissement de la stabilité financière

Dans le chapitre qui précède, nous avons décrit les effets dommageables de mauvaises politiques monétaires et budgétaires sur le secteur financier. On s'est beaucoup penché sur la question des politiques macro-économiques à appliquer pour éviter et surmonter les crises financières. Il est bon de rappeler ici quelques principes fondamentaux.²⁷ Pour prévenir les crises, il faut adopter des politiques monétaires et budgétaires prudentes afin d'éviter les cycles de surchauffe. La transparence monétaire et budgétaire est aussi une condition importante d'une meilleure gestion macro-économique. Le FMI a élaboré des codes de conduite dans ces domaines.

Dans certains pays, le plafonnement des taux d'intérêt et la répression financière affaiblissent le système financier. Il convient de remplacer de telles mesures par des instruments de politique monétaire indirects et un financement de la dette par le marché (avec un assainissement budgétaire si le déficit est trop important). Les institutions financières s'en trouvent renforcées et le développement des marchés financiers est ainsi encouragé. Les opérations de prêt à caractère politique ou dirigiste doivent être évitées car les pertes qu'elles entraînent fréquemment affaiblissent les systèmes financiers.

La surévaluation de la monnaie ne favorise pas la stabilité financière, mais il n'est pas toujours possible de maîtriser l'ajustement du taux de change en pleine crise financière, surtout si les intervenants ne se sont pas protégés contre le risque de change, et le désordre du marché financier peut se traduire par une surréaction et une volatilité marquées du taux de change. C'est ce qui s'est passé dans plusieurs pays asiatiques touchés par la crise de la fin de 1997 et du début de 1998. Aucun régime de change n'est valable pour tous les pays mais Eichengreen et Masson (1998) et Mishkin (1998a) recommandent que les pays émergents assouplissent leur régime de change en période faste afin de disposer d'une marge de manœuvre suffisante pour procéder à un ajustement maîtrisé en période de crise.

Beaucoup pensent aujourd'hui que l'existence d'une réglementation et d'un contrôle prudentiel rigoureux est essentielle pour la stabilité financière

La faiblesse des mécanismes de réglementation et de contrôle du secteur financier de nombreux pays et la mondialisation des activités financières sont à l'origine de ce qu'on appelle les Principes fondamentaux de Bâle pour la supervision efficace des opérations bancaires. Il s'agit de lignes directrices pour l'évaluation et la réforme des politiques de réglementation et de contrôle. Aujourd'hui approuvés par les gouvernements de nombreux pays industriels et en développement, ces principes sont parfaitement compatibles avec les engagements multilatéraux, bien qu'ils ne suffisent pas toujours à régler tous les problèmes. En outre, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) s'emploie à établir des principes universels pour la réglementation des marchés de valeurs mobilières, et l'Association internationale des superviseurs de l'assurance (AISA) a publié un ensemble de principes, normes et documents d'orientation pour les organismes qui supervisent les compagnies d'assurance actives sur la scène internationale. Nous ne pouvons mentionner ici que quelques recommandations de base. Pour plus de détails, on se reportera aux rapports de la BRI, de l'OICV, de l'AISA et du FMI, ainsi qu'à Goodhart, Hartmann, Llewellyn, Rojas-Suarez et Weisbrod (1998).

Un capital suffisant constitue une sauvegarde contre les crises; il peut être nécessaire d'améliorer la transparence, les modalités d'agrément, la gestion et la supervision des institutions financières

Nous avons vu plus haut que les fonds propres du système bancaire font office de filet de sécurité pour les déposants. Une banque bien capitalisée devrait être plus fiable et plus stable parce que les déposants ont plus de chances de récupérer leur argent même en période de difficultés. La possession d'un capital important permet aussi à la banque d'octroyer de nouveaux prêts quand des projets intéressants lui sont soumis.

Les principes de Bâle définissent d'autres critères d'efficacité des mécanismes de réglementation et de contrôle bancaire. Le dispositif d'agrément, les règles relatives aux cessions d'actions, les mesures de redressement et les procédures de liquidation apportent l'assurance que seuls des établissements compétents et financièrement sains offrent des services financiers. Les équipes dirigeantes doivent être capables et les risques gérés avec compétence pour que les banques ne soient pas minées de l'intérieur.²⁸ Les superviseurs doivent disposer de moyens et d'une formation suffisants pour bien faire leur travail et il importe qu'ils ne soient pas gênés dans leur tâche par des influences politiques.

²⁷ Voir les différentes publications du FMI (Perspectives de l'économie mondiale, Marchés internationaux des capitaux), Goldstein et Turner (1996), Banque mondiale (1997) et Demirgüç-Kunt et Detragiache (1997).

²⁸ Il faut toutefois noter qu'un durcissement des normes prudentielles pendant une crise financière peut aggraver la rarefaction du crédit parce que les banques peuvent être contraintes de réduire leurs prêts encore davantage pour rester en conformité avec les normes prudentielles.

En outre, une grande attention est accordée à l'amélioration de la transparence. Les normes de comptabilité et d'audit doivent rendre parfaitement transparente la situation financière des entreprises et institutions financières. L'incertitude entourant certains prêts improductifs, notamment, peut nuire à la confiance. Le cas de l'Asie montre que le fait de cacher les problèmes a d'abord pour effet de retarder la réaction des investisseurs, mais, quand les problèmes s'ébruitent, la fuite des capitaux nationaux et étrangers risque d'empirer sensiblement la situation, alors que la transparence aurait permis une réaction plus rapide et plus graduelle. L'harmonisation internationale des normes d'audit et de comptabilité constitue donc un moyen important de renforcer les systèmes financiers nationaux et d'éviter les paniques internationales.

L'intervention de l'État peut être nécessaire pour relancer l'économie, mais les réformes doivent viser à prévenir une répétition de la crise

Les États doivent-ils «aider» les établissements financiers en cas de crise? Il s'agit d'une question difficile et il est probablement préférable de procéder cas par cas pour déterminer de quelle façon et dans quelle mesure l'État doit intervenir. Dans le cas de faillites bancaires isolées, l'État aura peut-être intérêt à garder ses distances et à permettre que les banques en faillite soient liquidées ou reprises. C'est aussi une façon de rappeler à l'ordre les autres établissements. Dans le cas d'une crise «systémique», en règle générale, les États peuvent difficilement rester passifs devant l'effondrement du système bancaire. Mais ils ne peuvent se contenter de fournir un soutien financier. Ils doivent également veiller à mettre en place des procédures efficaces de liquidation, la restructuration ou la recapitalisation (Folkerts-Landau et Lindgren, 1998) et le cadre réglementaire et macro-économique nécessaire pour éviter que la crise se reproduise à l'avenir.

Sur le plan des procédures, les lois et règlements régissant les faillites et les mesures de redressement jouent un rôle capital. Il est souvent déconseillé de laisser en activité une banque trop affaiblie car elle peut être tentée de prendre de trop grands risques, ce qui aurait pour effet d'augmenter inutilement le coût de la crise. Dans ce cas, il faudra peut-être décider des mesures conservatoires (contrôle par l'autorité de surveillance) ou une fermeture définitive (s'il n'existe aucune chance de retour à la rentabilité). Les facilités du prêteur en dernier recours peuvent aider à préserver le système de paiement, à prévenir des retraits massifs et à éviter qu'un manque de liquidités entraîne une situation d'insolvabilité. Des prêts à court terme, avec garantie, peuvent être consentis rapidement, à des taux dissuasifs, au système financier. Un dispositif d'assurance dépôt pourra aussi apporter un filet de sécurité aux déposants, mais il faut éviter plusieurs pièges (pour plus de précisions, voir FMI, 1998a et b).

Si les prêts improductifs sont particulièrement importants et nombreux, il peut être nécessaire de restructurer le système bancaire. Les établissements les plus faibles devront peut-être fermer tandis que les fonds publics pourront servir à sauver les banques en difficulté mais viables. L'État pourra intervenir directement pour recapitaliser ces dernières. Une autre formule consiste à nationaliser la banque par le biais d'un établissement public indépendant puis de la revendre ultérieurement au sec-

teur privé (FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 1998). Dans tous les cas, l'action de l'État et l'emploi de fonds publics devront être conçus de façon à limiter le risque moral (FMI, Marchés internationaux de capitaux, page 73ff). L'État devra peut-être engager beaucoup d'argent pour rétablir la confiance. Le programme de sauvetage décidé par le gouvernement japonais à l'automne 1998, par exemple, prévoit une enveloppe qui pourrait atteindre 60 000 milliards de yen (12 pour cent du PIB) pour revitaliser le système financier.

Le comportement grégaire des investisseurs et le risque moral appellent peut-être un accroissement de la transparence internationale, la mise en place d'un dispositif d'alerte rapide, la mise à contribution du secteur privé et une coopération internationale

Nous avons vu qu'en raison du comportement grégaire des investisseurs et du risque moral engendrés par une garantie implicite des emprunts les mouvements de capitaux internationaux peuvent aggraver une crise financière. À l'apparition de la crise asiatique, le débat sur ces facteurs s'est intensifié et, même si l'on ne peut dire avec certitude dans quelle mesure ils ont contribué à aggraver la crise, plusieurs remèdes ont été appliqués ou sont à l'étude. Premièrement, nous avons indiqué que différentes normes internationales ont été élaborées pour améliorer la transparence ainsi que la réglementation et la supervision des marchés financiers: principes de Bâle, normes sur la réglementation des valeurs mobilières et des services d'assurance, principes budgétaires et monétaires du FMI et normes internationales pour la comptabilité et la gouvernance des entreprises. Le secteur privé s'emploie à moderniser et à coordonner les systèmes de paiement pour limiter les risques que posent les règlements effectués en devises étrangères entre des partenaires situés dans des fuseaux horaires différents. Ces initiatives ont pour effet d'améliorer l'infrastructure institutionnelle, la comparabilité internationale de la situation des entreprises et des établissements financiers, et la qualité des politiques macro-économiques et réglementaires.

Pour répondre au même besoin de transparence, on a élaboré des normes concernant la diffusion des données et le FMI diffuse désormais des informations-clés sur l'économie et les finances des différents pays. Les normes relatives aux données sont constamment adaptées à l'évolution du secteur financier. Il est question de revoir les modalités d'information sur la dette extérieure, les réserves internationales (y compris les engagements à terme des banques centrales) et l'exposition des investisseurs internationaux, notamment les banques d'affaires et les fonds spéculatifs. On élabore aussi des mécanismes d'alerte économique et financière rapide. Un forum international sur la stabilité financière devrait consolider les dispositifs de surveillance et de supervision internationaux.

Il est essentiel de procéder avec prudence en matière de libéralisation du marché des capitaux et du compte de capital pour préserver la stabilité financière, surtout quand le cadre institutionnel n'est pas mûr (Johnston, 1998; FMI, Marchés internationaux de capitaux, 1998). Dans certains cas, il peut être nécessaire de maintenir des mesures de contrôle des capitaux (Dooley, 1995), même si des mesures axées sur les prix sont indubitablement préférables à des restrictions quantitatives (Schuknecht,

1999). À cet égard, les réserves obligatoires exigées par le Chili pour les flux à court terme ont suscité beaucoup d'intérêt (pour plus de précisions, voir Laurens et Cardoso, 1998).

Il faut intensifier la communication et la coopération entre les gouvernements et les superviseurs de tous les pays pour accroître la transparence et améliorer la gestion des crises. On a demandé au FMI d'améliorer son système de surveillance et un nouveau dispositif de financement (à un taux dissuasif, en contrepartie d'un décaissement rapide) a été mis en place pour les pays en crise. Enfin, la mise à contribution du secteur privé à l'effort de guerre et l'emploi de meilleurs mécanismes pour le règlement des crises (appelés parfois régimes débiteur-créancier) sont à l'étude. Certains gouvernements devront se montrer prudents en matière de garantie des dettes (explicite ou implicite). Sur beaucoup de ces sujets, cependant, le débat est encore très ouvert.

Les pays qui s'attaquent rapidement aux problèmes de fond peuvent limiter la gravité et la durée de la crise

Enfin, les effets d'une crise sur le commerce et la croissance dépendent de la rapidité et de la détermination avec lesquelles les dirigeants s'attaquent aux problèmes. Un pays qui engage immédiatement des réformes d'envergure a plus de chances que la crise s'achève rapidement et que le ralentissement du commerce et de la croissance dure moins longtemps. Le Mexique, par exemple, a subi une brutale baisse de la croissance et des importations en 1995 avant qu'une forte reprise survienne seulement un an plus tard. À l'inverse, le Japon a attendu 1998 pour engager des réformes appropriées, soit plusieurs années après que ses difficultés financières eurent commencé à freiner sa croissance économique.

IV. Aperçu historique des crises financières et de leurs incidences économiques et commerciales

Compte tenu des perturbations économiques et commerciales qui peuvent naître d'une crise financière, et de la fréquence des crises dans les dernières décennies, nous avons voulu présenter dans ce chapitre plusieurs études de cas sur le sujet. Nous examinerons les causes apparentes des crises, les manifestations empiriques de leurs incidences économiques, sociales et commerciales, ainsi que le rôle potentiel et parfois réel joué par les politiques commerciales dans leur propagation et leur aggravation. La plupart des facteurs qui contribuent à une crise financière ont été signalés à maintes reprises au cours des 70 dernières années. Mais l'une des deux principales leçons que les pays semblent avoir retenues de la grande dépression est qu'il ne faut pas répondre à une crise financière par des mesures protectionnistes. L'autre leçon est qu'il faut améliorer la coopération politique et financière au niveau international. Malgré les nombreuses crises survenues pendant les dernières décennies, le fait qu'on ait évité une autre crise mondiale du type de la grande dépression constitue probablement en soi un succès important. On peut supposer que l'ouverture des marchés et le renforcement de la coopération internationale (grâce au GATT/OMC et aux institutions de Bretton Woods) ont joué un rôle non négligeable à cet égard.

Kindleberger (1996) donne un aperçu de l'histoire des crises financières, à commencer par la crise du «Saint Empire romain» entre 1618 et 1623, liée à la guerre de Trente Ans en Europe. Il a dénombré 35 crises financières avant la grande dépression. Mishkin (1991) a relevé huit cas de panique bancaire entre 1819 et 1907, pour les seuls États-Unis. Les crises financières, conjuguées à des mesures protectionnistes et à plusieurs autres erreurs de gestion, ont aussi été à l'origine de la grande dépression (Kindleberger, 1973; Crucini et Kahn, 1996). La crise financière qui s'est produite à ce moment-là a durement touché dix pays européens, les États-Unis, l'Argentine et le Mexique, et causé la première crise économique véritablement mondiale (Bernanke et James, 1991).

Après la seconde guerre mondiale, des crises financières ont frappé de nombreux pays à un stade de développement plus ou moins avancé, mais sont restées des épisodes locaux ou régionaux. Selon Caprio et Klingebiel (1996), 90 pays ont connu une crise entre le milieu des années 70 et le milieu des années 90. Cela comprend les pays gravement atteints par la crise de la dette du début des années 80. La crise qui a frappé l'Asie et la Russie après juillet 1997 n'a donc pas été une nouveauté, mais elle a fait naître la menace d'une crise mondiale pour la première fois depuis le début des années 80, et même ravivé le souvenir des années 30. Dans la suite de ce chapitre, nous nous intéresserons à la grande dépression, à plusieurs crises survenues entre la fin des années 70 et le milieu des années 90, et à la crise asiatique récente.

A. La grande dépression

Causes de la grande dépression

Lorsqu'on lit des ouvrages sur l'histoire économique de la grande dépression, après les publications récentes parues sur la crise asiatique, on éprouve un net sentiment de déjà vu. La grande dépression a été précédée par une période de forte croissance économique et de montée des prix des actifs dans beaucoup de pays industriels et de pays en développement à l'époque. L'indice de la bourse américaine avait plus que doublé entre 1926 et 1929 et le volume des échanges mondiaux avait augmenté de 32 pour cent dans le même temps (Kindleberger, 1973; Maddison, 1995). En 1929, la période d'expansion a pris fin et la bourse américaine a commencé à chuter dès le «vendredi noir». Eichengreen et Portes (1987) attribuent à la faiblesse du cadre réglementaire cette phase de surchauffe et le krach qui a suivi. Selon de nombreux témoignages, l'achat d'actions financées en grande part à crédit, y compris par de petits investisseurs, était une pratique courante. La fin du mirage a eu pour conséquence que beaucoup de gens ont perdu tout ce qu'ils possédaient et que la confiance des investisseurs s'est fortement dégradée.

Mais, pour beaucoup d'observateurs actuels, ce sont principalement les erreurs de gestion ultérieures qui ont transformé une correction ou récession en une dépression mondiale. Premièrement, la Réserve fédérale américaine a appliqué une politique monétaire restrictive qui a abouti à une forte contraction de la masse monétaire après 1929. En même temps, la perte de confiance a entraîné une augmentation de la demande de monnaie, les gens préférant garder leur argent plutôt que de le mettre à la banque. Il en a résulté une forte déflation, d'où des taux d'intérêt réels élevés malgré des taux d'intérêt nominaux proches de zéro. Les prix à la consommation aux États-Unis, par exemple, ont baissé de 7 pour cent par an entre 1929 et 1933. La déflation a également fait augmenter la valeur réelle de la dette, sapant la situation financière des entreprises. De plus, l'étalon-or, adopté par la plupart des pays dans les années 20, a très mal fonctionné et n'a pas facilité les ajustements internationaux (Bernanke et James, 1991).

Les années 20 ont aussi été marquées par un développement considérable des prêts internationaux, notamment de la part des États-Unis. En 1929, la dette extérieure de l'Allemagne se montait à 5 milliards de dollars EU, soit 25 pour cent du PIB, et se composait pour moitié d'emprunts à court terme (Eichengreen et Portes, 1991). Cela représentait un niveau d'endettement particulièrement élevé pour l'époque et compte tenu des recettes relativement limitées que rapportaient les exportations à l'époque. En outre, les réparations de l'après-guerre ont coûté très cher à l'Allemagne et se sont ajoutées au service de la dette. Le financement américain a commencé à se tarir en 1929 et les prêts consentis dans le pays et à l'étranger n'ont pas été renouvelés. Les banques allemandes ont été particulièrement touchées, mais d'autres banques ont également connu des diffi-

Tableau IV.1: Indicateurs économiques de certains pays industriels pendant la grande dépression

	États-Unis	Royaume-Uni	France	Allemagne
Baisse maximale du PIB ²	-29%	-5%	-11%	-23% ¹
Déflation ³ maximale	-24%	-15%	-28%	-23%
Solde budgétaire (% du PIB) au début des années 30 ⁴	Environ -5%	...	Environ -5%	...

Source: Saint-Étienne, 1984.

¹ Produit national net.

² De 1929 au début des années 30.

³ Baisse de l'indice des prix à la consommation de 1929 au début des années 30.

⁴ Les États-Unis et la France ont affiché un léger excédent budgétaire en 1929.

cultés. Entre l'automne 1930 et l'automne 1932, il ne s'est presque pas passé un mois sans que de grandes banques ne déclarent faillite aux États-Unis et en Europe (Bernanke et James, 1991). La faillite d'une banque entraînant des pertes dans d'autres banques, les problèmes se sont démultipliés à l'intérieur des pays et à l'échelle internationale. Seuls quelques pays, dont la Suède, le Japon et les Pays-Bas, qui avaient consolidé leur système bancaire et leur réglementation dans les années 20, ont été relativement épargnés (Bernanke et James, 1991).

Le vent de protectionnisme venu des États-Unis a aussi contribué dans une grande mesure à l'aggravation de la crise (Crucini et Kahn, 1996; Kindleberger, 1973). Aux États-Unis, les droits de douane ont été majorés après la victoire de Hoover aux élections de 1928 par la Loi Smoot Hawley. Hoover avait bien promis une hausse des droits sur les produits agricoles, mais la loi promulguée s'est traduite par des augmentations tarifaires beaucoup plus étendues. Les droits sur les importations assujetties sont passés d'environ 40 pour cent en 1929 à un record de 60 pour cent en 1932. Les pays européens ont répliqué et leurs droits ont à peu près doublé pendant la même période.²⁹ En outre, la France a soumis 65 pour cent de ses importations à un régime de restrictions quantitatives et l'Allemagne a mis en place des procédures de licences d'importation (Saint-Étienne, 1984). La Grande-Bretagne, pourtant libérale, a ramené de 85 pour cent en 1930 à 30 pour cent en avril 1932 la part des importations admises en franchise (Capie, 1983). Les différends engendrés par les préférences tarifaires ont aussi alimenté cette guerre commerciale (Kindleberger, 1973).

Le protectionnisme a eu plusieurs conséquences très graves. Les prix unitaires des produits entrant dans le commerce international ont chuté de 55 pour cent entre 1929 et 1932, le pro-

tectionnisme réduisant les débouchés et favorisant le remplacement des importations. La chute des prix des produits et la perte de débouchés ont sapé l'équilibre financier des entreprises, ce qui a eu pour conséquence de multiplier les prêts improductifs et de déclencher de nouvelles faillites bancaires. Kindleberger montre, par exemple, comment la baisse des cours du porc et du maïs ont forcé des agriculteurs et des banques à déposer le bilan dans le Mid West américain. En revanche, le rôle joué par les dévaluations compétitives dans ce processus a probablement été beaucoup plus limité qu'on ne l'a souvent dit (Bernanke et James, 1991).

Le protectionnisme et l'incertitude quant à l'évolution de la politique commerciale ont aussi porté atteinte à l'investissement. Archibald et Feldmann (1998) écrivent que le recul des investissements américains peut être attribué, pour 10 pour cent, aux politiques commerciales suivies. Crucini et Kahn (1996) estiment que la baisse de la production américaine peut être directement imputée au protectionnisme dans une proportion de 10 pour cent. Ce chiffre est d'autant plus important que, selon leur analyse de régression, l'impact de la protection a été identique à celui des politiques monétaires et de l'augmentation du nombre de faillites d'entreprises et de banques (ces quatre facteurs expliquent environ 40 pour cent de la baisse de la production).

Notons enfin qu'à l'époque la communication et la coordination internationales étaient très déficientes (Kindleberger, 1973). Il n'existait pas de mécanismes financiers et institutionnels établis pour coordonner les politiques et contenir la crise. Différentes conférences organisées pour coordonner les actions de gestion et de règlement de la crise ont toutes échoué.

²⁹ Le rapport entre les recettes tarifaires et la valeur totale des importations est passé de 10 à 20 pour cent, approximativement, dans plusieurs pays européens. Aux États-Unis, il est passé de 13,5 pour cent en 1929 à 19,6 pour cent en 1932.

Tableau IV.2: Valeur et volume des exportations de marchandises dans le monde, 1929-1937

Année	Valeur		Volume
	Milliards de dollars EU	Indice (1924=100)	Indice (1924=100)
1929	32,7	118	132
1930	26,2	95	123
1931	18,6	67	113
1932	12,6	45	96
1933	14,8	53	99
1934	18,6	68	103
1935	19,2	70	108
1936	20,7	75	113
1937	25,5	92	128

Source: Maddison, 1995.

Note: Calculs réalisés sur la base de 56 pays industriels et en développement.

Incidences économiques, sociales et commerciales de la grande dépression

Comme son nom l'indique, la grande dépression s'est accompagnée de très graves répercussions sur l'activité économique et le commerce. Le tableau IV.1 illustre combien le PIB, les prix et la situation financière de pays choisis se sont dégradés entre 1929 et 1933. Aux États-Unis, le PIB réel a diminué de presque 30 pour cent. Les cours des actions ont chuté de 85 pour cent et l'investissement de presque 90 pour cent. La France et le Royaume-Uni ont mieux résisté, la baisse de la production se situant dans une fourchette de «seulement» 5 à 11 pour cent. En Allemagne, le produit national net a reculé de près d'un quart. La production industrielle aux États-Unis et en Allemagne a presque été divisée par deux pendant cette période. Les prix à la consommation ont accusé une baisse variant de 15 à 28 pour cent. Cela signifie que la valeur réelle de la dette s'est considérablement accrue et que les taux d'intérêt réels ne pouvaient être que très élevés. La situation budgétaire de la France et des États-Unis s'est dégradée, passant d'un petit excédent en 1929 à un déficit de quelque 5 pour cent du PIB au début des années 30.

Le coût social de la grande dépression a aussi été énorme. Le taux de chômage a atteint 25 pour cent aux États-Unis et en Allemagne. Beaucoup y voient aujourd'hui l'un des facteurs qui ont facilité l'arrivée de Hitler au pouvoir en Allemagne.

Le tableau IV.2 nous montre combien la valeur et le volume des échanges mondiaux ont diminué entre 1929 et 1933. Leur volume, qui avait progressé à un rythme moyen de 6 pour cent

entre 1924 et 1929, a chuté de 30 pour cent dans les trois années qui ont suivi. À cause de la baisse des prix unitaires, la valeur des exportations mondiales a chuté de 60 pour cent, passant de 32,7 milliards de dollars EU en 1929 à seulement 12,6 milliards en 1932. La figure IV.1 présente la spirale décroissante du commerce mondial, mois après mois, entre avril 1929 et février 1933. Au milieu des années 30, les obstacles au commerce ayant été abaissés, les économies sont reparties à la hausse. Mais, au déclenchement de la seconde guerre mondiale, le volume des échanges mondiaux était encore inférieur à ce qu'il avait été en 1929.

B. Crises financières survenues entre la fin des années 70 et le milieu des années 90

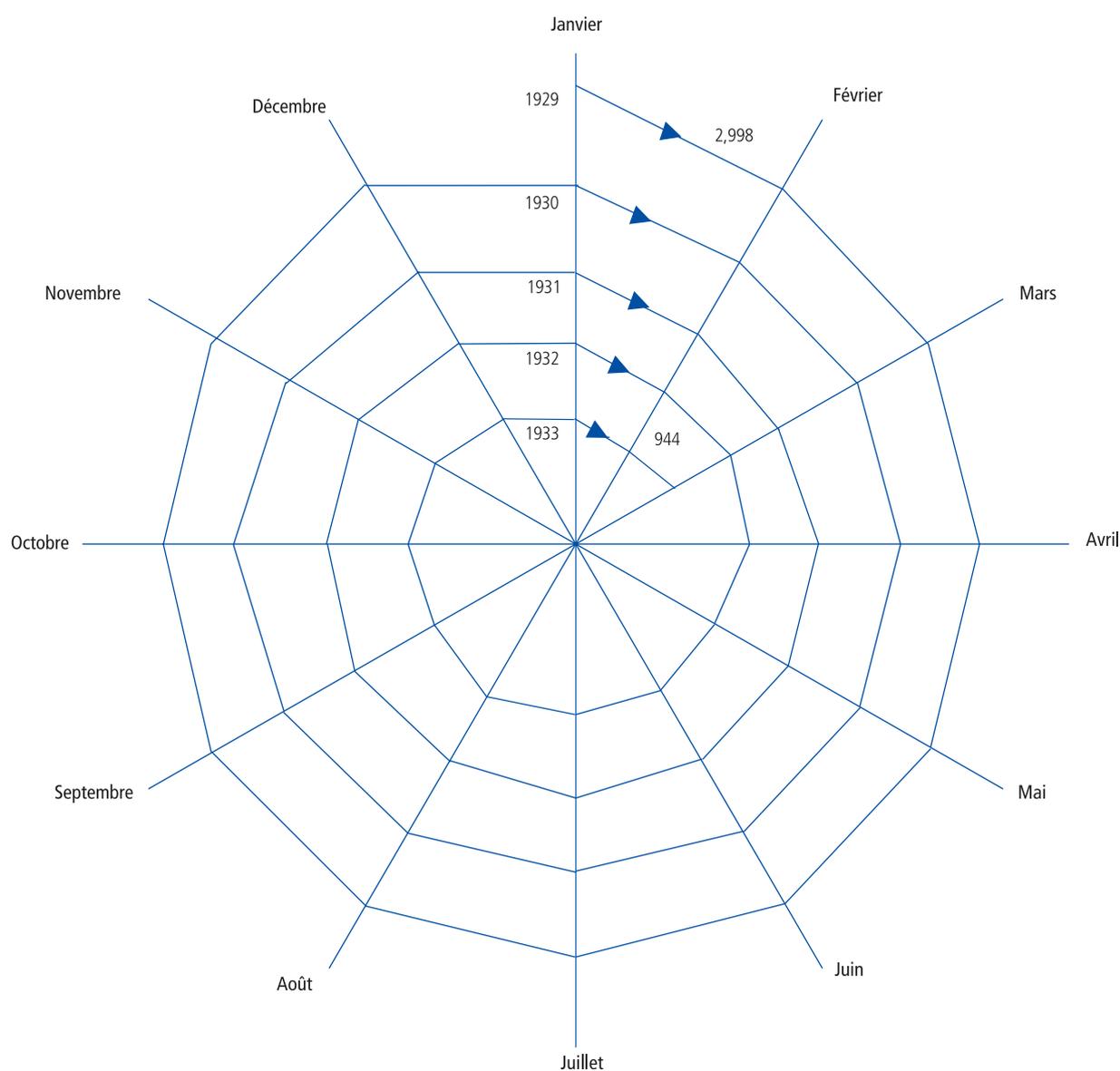
Causes et coût des crises financières et évaluation des réponses politiques

Les crises financières survenues dans les 20 dernières années ont des causes très semblables

Ainsi qu'on l'a dit, les 20 dernières années ont été marquées par un grand nombre de crises financières. Nous examinerons ci-après 25 crises pour lesquelles nous sommes les mieux renseignés sur les causes, le coût, les réponses politiques ainsi que les incidences économiques et commerciales.³⁰ Le tableau IV.3 nous donne un aperçu des périodes de crise, de leurs causes et de leur coût dans les pays composant l'échantillon. La première crise que nous analysons a commencé en 1977, en Espagne, alors que les cas les plus récents incluent les crises financières survenues

³⁰ Les données sur les causes et le coût des crises financières proviennent de Caprio et Klingebiel (1996), d'études sur certains pays (voir encadré IV.1) et de publications et de statistiques du FMI.

Figure IV.1: La contraction du commerce mondial de janvier 1929 à mars 1933¹



¹ Total des importations de 75 pays. Valeur mensuelle en millions de dollars-or des États-Unis.
Source: Kindleberger, 1973.

au Mexique, en Lettonie, au Brésil et en Bulgarie au milieu des années 90. Pour plus de précisions sur certains pays, voir l'encadré IV.1.

Quand on examine les causes des crises, il est étonnant de voir qu'elles comprennent dans tous les pays sans exception des erreurs de politique macro-économique et des carences de la réglementation et de la supervision prudentielles. Le dirigisme en matière de crédit a été à l'origine d'une crise sur trois. Dans deux cas sur trois, d'autres problèmes ont été signalés: mauvaise gestion, fraude, prêts octroyés à des directeurs de banque, à du personnel bancaire ou des entreprises ayant des participations croisées, et problèmes liés aux banques d'État dans les pays en transition. Quatre pays ont connu une dégradation des termes de

l'échange supérieure à 10 pour cent.³¹ En outre, plusieurs pays ont souffert d'une hausse des taux d'intérêt mondiaux, notamment au début des années 80. Dans chaque crise, le montant des prêts improductifs a explosé. Lorsque la crise s'est installée, le crédit s'est raréfié; nous avons indiqué plus haut qu'au Mexique, par exemple, les crédits consentis au secteur privé ont diminué de 40 pour cent en 1995.

Les répercussions de ces crises sur le financement des échanges ont cependant été modérées (si l'on excepte l'augmentation des frais de financement). Le ralentissement du financement des échanges a eu une incidence limitée, probablement parce que l'endettement à court terme des entreprises (qui affecte leur solvabilité) était globalement modéré et que les taux de change

³¹ On a comparé la moyenne des termes de l'échange pendant les trois années antérieures à la crise à leur moyenne pendant les deux premières années de crise.

Tableau IV.3: Causes et coût de différentes crises financières entre la fin des années 70 et le milieu des années 90

Pays	Période de crise	Causes de la crise					Coût du règlement de la crise (% du PIB)
		Réglementation et supervision	Facteurs macro-économiques	Encadrement du crédit	Autres ¹	Variations des termes de l'échange ²	
Argentine (1)	1980-82	+	+	...	...	+	55
Argentine (2)	1989-90	+	+	...	...	...	...
Bénin	1988-90	+	+	+	...	...	17
Brésil	1994-95	+	+	+	...	...	5-10
Bulgarie	1995-97	+	+	...	+	...	14
Chili	1981-93	+	+	...	...	...	41
Colombie	1982-87	+	+	...	+	...	5
Côte d'Ivoire	1988-91	+	+	+	...	+	25
Espagne	1977-85	+	+	+	+	...	17
Estonie	1992-94	+	+	...	+	...	1
Finlande	1991-93	+	+	...	+	...	8
Ghana	1982-89	+	+	...	+	+	6
Hongrie	1991-95	+	+	...	+	...	10
Indonésie	1992-94	+	+	+	+	...	2
Kenya	1985-89	+	+	+	+	...	...
Lettonie	1994-96	+	+	...	+	...	...
Malaisie	1985-88	+	+	...	+	+	5
Mexique	1995-96	+	+	...	+	...	12-15
Philippines	1981-87	+	+	+	+	...	3
Pologne	1992-94	+	+	...	+	...	...
Sénégal	1988-91	+	+	...	+	...	17
Suède	1991-93	+	+	...	...	...	6
Thaïlande	1983-87	+	+	...	+	...	...
Turquie	1982-85	+	+	+	...	...	3
Uruguay	1981-84	+	+	...	+	...	7

Source: D'après Caprio et Klingebiel, 1996a et b.

¹ Mauvaise gestion, fraude; prêts à des protégés ou prêts de complaisance consentis par des banques d'État, etc.

² Détérioration des termes de l'échange d'au moins 10 pour cent par rapport à la période antérieure à la crise.

n'ont pas trop fluctué. Par conséquent, la plupart des négociants n'ont pas eu de problèmes de financement de leurs échanges, même lorsque, d'une façon plus générale, il est devenu difficile d'obtenir des crédits. Cela est confirmé par l'évolution globalement favorable des exportations des pays étudiés (voir plus bas), qui aurait été impossible si le financement des échanges avait posé des problèmes importants.

Le tableau IV.3 indique ce qu'il en a coûté pour régler 20 des 25 crises analysées. Dans presque la moitié des cas, ce coût a dépassé 10 pour cent du PIB, les premières crises survenues en Argentine et au Chili arrivant en tête de liste. En termes absolus, il se peut que les problèmes financiers chroniques du Japon constituent en fin de compte la crise financière la plus coûteuse de tous les temps.

Dans leur majorité, les gouvernements ont répondu aux crises financières par une réforme macro-économique et réglementaire et par un ajustement des taux de change

Le tableau IV.4 récapitule les réponses apportées par les gouvernements aux crises financières. Les colonnes situées sous le titre «Règlement de la crise» indiquent dans quelle mesure les gouvernements concernés se sont attaqués aux problèmes politiques antérieurs à la crise financière. Un «0» signifie qu'ils n'ont pas pris de mesure de redressement alors que «0,5» et «1» indiquent qu'ils ont engagé des réformes en partie ou en totalité satisfaisantes. Une note de 100 pour cent est attribuée quand les principaux problèmes politiques ont été résolus. Il ressort de ce tableau que la plupart ont remédié aux faiblesses de leur secteur financier, ont réformé leurs politiques macro-économique et réglementaire et revu, du moins en partie, leurs autres politiques

Encadré IV.1: Exemples de crises financières

Chili: Une reprise en U

Le Chili a connu une grave crise financière de 1981 à 1983. Ce fut probablement une des crises financières les plus coûteuses de tous les temps. Elle a succédé à une période de forte expansion qui s'est poursuivie jusqu'en 1980, mais l'insuffisance des mécanismes de réglementation et de supervision financières, la forte croissance du crédit et l'imprudence de certains créanciers, s'ajoutant à une surévaluation croissante de la monnaie et à une baisse des prix à l'exportation, ont affaibli le système financier. Les difficultés ont aussi été aggravées par les prêts de complaisance consentis du fait de l'existence d'intérêts croisés entre les propriétaires et les gestionnaires de certaines banques et entreprises après le programme de privatisation mené par le pays au milieu des années 70. Au pire de la crise, en 1983, l'encours des prêts improductifs était supérieur au capital du système bancaire.

Le gouvernement a dévalué le peso en mai 1982 mais, au départ, l'accroissement des obligations liées à une dette libellée en dollars a intensifié les pressions sur les établissements financiers. En 1983, on a encouragé la restructuration de la dette intérieure et en 1984 on a entrepris une vaste recapitalisation des banques. Surtout, les mécanismes de réglementation et de supervision financières ont été énormément renforcés à partir de 1983. Les droits de douane moyens, qui ont atteint un sommet de 26 pour cent en 1985, sont ensuite redescendus à 11 pour cent en 1991.

Après une période de contraction brutale en 1982 et 1983, l'économie s'est reprise pour atteindre un rythme de croissance moyen de plus de 7 pour cent pendant les années qui ont suivi. L'indice d'ouverture (exportations et importations rapportées au PIB) est passé de 40 pour cent en 1982 à plus de 60 pour cent à la fin des années 80.

Mexique: une crise profonde, suivie d'un redressement rapide

La crise mexicaine a commencé en décembre 1994 quand le gouvernement a d'abord dévalué puis laissé flotter le peso, mais ses origines étaient bien antérieures et présentent beaucoup de ressemblances avec le cas précédent du Chili (Edwards, 1996). Une forte expansion de la masse monétaire, notamment avant les élections de 1994, a provoqué une explosion des crédits consentis au secteur privé, qui représentaient 40 pour cent du PIB en 1994 contre 10 pour cent en 1988. Cette explosion a été facilitée par le manque de rigueur de la réglementation et de la supervision financières. Le peso, rattaché au dollar, est devenu de plus en plus surévalué. Un afflux massif de capitaux a permis de financer la surchauffe et de maintenir la parité. L'État a émis un montant croissant de bons du Trésor libellés en dollars (tesobonos), et lorsque les taux d'intérêt aux États-Unis se sont mis à monter, la confiance dans la capacité de rembourser cette dette a commencé à s'effriter et la bulle a éclaté. Les difficultés financières ont été aggravées après la dévaluation par la hausse du coût du service d'une dette exprimée en dollars.

La détermination du gouvernement, une progression rapide des exportations vers les États-Unis (grâce à l'ouverture du marché de ce pays) et un énorme soutien financier international ont permis de retourner très rapidement la situation. Un programme de stabilisation macro-économique a été mis en place. Les banques ont été recapitalisées puis privatisées, mais le secteur bancaire est demeuré relativement faible. Le volume des exportations a augmenté de plus de 40 pour cent dans les deux ans qui ont suivi. Le volume des importations, en recul de 13 pour cent en 1995, a augmenté de 23 pour cent en 1996. La croissance économique, après une contraction de 6 pour cent en 1996, s'est reprise pour atteindre 6 et 7 pour cent dans les deux années suivantes.

Japon: une crise prolongée

Après la surchauffe de la fin des années 80, le Japon a connu une très longue crise financière. Une politique monétaire laxiste et la faiblesse des mécanismes de réglementation et de supervision ont engendré un cycle de surchauffe qui a précédé la crise. En raison des carences des procédures de saisie et de faillite et des règles comptables, il était difficile de connaître la vraie situation financière des banques et des entreprises. Cela a permis aux banques d'accumuler un énorme encours de prêts improductifs, et les tentatives de compenser les pertes latentes par des prêts risqués n'ont fait que gonfler le portefeuille de créances douteuses.

Les premières mesures de réforme du cadre de réglementation et de supervision ont été prises en 1992, mais leur application a été lente et fragmentaire. C'est seulement à l'automne de 1998 que le gouvernement a débloqué des fonds importants pour capitaliser le système bancaire. En conséquence, entre 1991 et 1997, le rythme moyen de la croissance économique est resté bien inférieur à celui d'autres pays industrialisés. Le Japon a aussi beaucoup souffert de la crise asiatique parce que le système bancaire, déjà fragile, a subi des pertes supplémentaires. Beaucoup d'observateurs s'accordent à dire que le coût de la crise et les répercussions des bouleversements en Asie auraient pu être bien moindres si l'on s'était attaqué plus rapidement aux problèmes.

Pays en transition: traitement de choc, réformisme progressif ou statu quo

La majorité des pays en transition ont subi une crise financière depuis la fin du régime communiste, et la plupart de ces crises présentent plusieurs points communs: erreurs de gestion macro-économique, cadre juridique fragile ou inexistant, carences du système judiciaire, mécanismes de réglementation et de supervision défectueux, insuffisance du capital, incapacité des équipes de direction, absence de normes comptables, etc. Le fait d'appartenir à l'État et d'être à la merci des interventions du gouvernement a souvent conduit les banques à accorder des prêts à des entreprises en faillite, alourdissant ainsi leur portefeuille de prêts improductifs.

L'effondrement des marchés d'exportation traditionnels après la disparition du CAEM a également porté atteinte à la santé des entreprises et du secteur financier. En 1992, les prêts improductifs en République tchèque, en Hongrie et en Pologne représentaient entre 15 et 60 pour cent de l'encours total.

Les pays en transition de l'Europe centrale et orientale ont beaucoup progressé dans la réforme du secteur bancaire depuis 1992. La République tchèque a rapidement privatisé une partie de son système bancaire, et a réussi à contenir les coûts macro-économiques, mais la privatisation est restée incomplète en raison de l'insuffisance des portefeuilles, des carences de la supervision, des risques liés aux participations croisées et de la réticence à engager des procédures de faillite et de liquidation. La Hongrie a créé un cadre institutionnel favorable aux banques et a accéléré la privatisation en 1995, mais le coût élevé de la recapitalisation a dégradé la situation budgétaire. La Pologne a su recapitaliser et privatiser ses banques d'État mais les banques spécialisées sont demeurées fragiles. Les améliorations apportées à la solvabilité, à la gestion, à la gouvernance et à la supervision des banques et les liens de coopération tissés avec des banques commerciales de l'Europe occidentale ont donné naissance à un système bancaire relativement efficace et solide.

Le succès du règlement des crises financières a été étroitement lié aux progrès économiques récents des pays en transition. La reprise économique des dernières années a aussi été facilitée par l'ouverture des marchés entre les pays de la région et avec l'Union européenne. En revanche, plusieurs pays de l'ex-union Soviétique ont beaucoup moins progressé sur la voie de la réforme du secteur financier. La croissance économique de ces pays demeure entravée par le manque d'efficacité et le niveau élevé des coûts d'intermédiation.

Sources: Velasco (1991), Dornbush et Edwards (1994) pour le Chili; Edwards (1996), Mishkin (1998c), Salvatore (1998), Gonzales-Hermosillo et Pazarbasoglu (1997) et Blaine (1998) pour le Mexique; Cargill, Hutchison et Ito (1998) et Mishkin (1998c) pour le Japon; et Borish et Montes-Negret (1998) pour les pays en transition.

devenues inadaptées. Le Bénin, le Chili, la Colombie, l'Espagne, la Finlande, la Lettonie, la Malaisie et la Suède obtiennent une note de «100». Toutefois, ces notes sont extrêmement subjectives et ne correspondent qu'à une évaluation approximative des réponses politiques données. En outre, il peut arriver qu'un pays s'attaque à ses problèmes macro-économiques dans le cadre d'une crise mais qu'il s'écarte de nouveau du droit chemin quelques années plus tard. Certains problèmes, sans grandes conséquences pendant une crise, peuvent devenir importants dans la crise suivante. Enfin, les phénomènes d'intégration et d'innovation croissantes observés dans le secteur financier créent de nouveaux défis. C'est peut-être la raison pour laquelle, par exemple, l'Indonésie, la Malaisie et la Thaïlande, bien qu'ayant obtenu de très bonnes notes dans les années 80, se sont retrouvées dix ans plus tard dans une nouvelle crise beaucoup plus grave que la première.

Les trois dernières colonnes du tableau IV.4 concernent les politiques suivies par les pays en matière de taux de change. Onze des pays de l'échantillon avaient des taux de change fixes avant la crise et sept ont dévalué, souvent d'une manière radicale. Dans l'échantillon, seuls les trois pays ouest-africains membres de la CFA et l'Estonie n'ont pas abandonné leur parité. En revanche, dans onze des 18 pays sur lesquels nous disposons des données pertinentes, le taux de change effectif réel a baissé.³² Cela signifie que dans la plupart des pays le prix des produits exportables a augmenté par rapport à celui des produits non échangeables et les entreprises exportatrices et en concurrence avec des importations sont devenues plus compétitives. Nous

avons vu au chapitre précédent que cet élément a fortement contribué au règlement des crises. Il a aidé des pays à réduire le chômage et à se sortir de la crise (même si dans certains pays la dévaluation a initialement causé des perturbations). Il est à noter que, dans la majorité des pays en transition de notre échantillon, le taux de change n'est pas devenu plus «compétitif» après la crise. Les réformes menées avec succès dans les domaines macro-économique et réglementaire par des pays comme la Pologne et l'Estonie ont sans doute abaissé les coûts de production et de transaction du secteur privé, compensant par là la hausse du taux de change effectif réel.

Dans la plupart des cas, les pays n'ont pas eu recours au protectionnisme; certains ont même engagé une ambitieuse politique de libéralisation pendant la crise financière

La grande dépression a montré que les politiques commerciales adoptées par les pays en réponse aux crises financières revêtent une importance particulière. Globalement, et à la différence de ce qui s'est passé lors de la grande dépression, les pays ont plutôt libéralisé leur politique commerciale. Ils ont ainsi aidé à limiter les risques d'une contagion financière sous la forme de guerres commerciales (protection et contre-protection), comme celles que l'on avait connues au début des années 30. Mais les informations sur les réformes commerciales sont souvent difficiles à obtenir et ne se comparent pas aisément d'un pays à l'autre. Notre analyse n'a donc pu porter que sur 13 des 24 pays de l'échantillon.³³

³² Le taux de change effectif réel mesure les variations du taux de change pondérées par les échanges avec les principaux pays partenaires. Toutes choses étant égales par ailleurs, une hausse du taux de change effectif réel implique une appréciation de la monnaie nationale et une diminution de la compétitivité du secteur exportateur.

³³ Pour plus d'informations sur les politiques commerciales suivies dans les crises financières, voir OMC, 1944a (Kenya), 1994b (Turquie); FMI, Recent Economic Developments 1998 (Mexique); Dornbush et Edwards, 1994 (Chili); Kapur, Hadjimichael, Hilbers, Schiff et Scymczak, 1991 (Ghana); Galy, Pastor, Pujol, 1993 (Espagne); Schadler, Rozwadowski, Tiwari et Robinson, 1993 (Sénégal); Ebrill, Chopra, Christofides, Mylonas, Otker et Schwartz, 1994 (Pologne); Shome, 1995 (Colombie); Saalvalainen, Banerjee, Lutz, Krueger, Koen et Marrese, 1995 (Hongrie); Lachmann, Bennett, Green, Hagemann et Ramaswami, 1995 (Suède) et Goldsborough, Coorey, Dicks-Mireaux, Horvath, Kochhar, Mecagni, Offerdal et Zhou, 1996 (Thaïlande).

Tableau IV.4: Solutions adoptées et politiques de taux de change dans le cadre de crises financières, entre la fin des années 70 et le milieu des années 90

Pays	Solutions				Politiques de change		
	Réforme réglementaire	Réforme macro-économique	Encadrement du crédit et autres	Note (en %) ¹	Taux fixe avant la crise	En cas de taux fixe, dévaluation pendant la crise	Amélioration du taux de change effect réel ²
Argentine (1)	0,5	0	s.o.	25	Non	...	Oui
Argentine (2)	1	0,5	s.o.	75	Non	...	Oui
Bénin	1	1	1	100	Oui	Non	...
Brésil	1	1	0,5	83	Non	...	...
Bulgarie	1	1	0,5	83	Non	...	Non
Chili	1	1	1	100	Oui	Oui	Oui
Colombie	1	1	1	100	Non	...	Oui
Côte d'Ivoire	1	1	0,5	83	Oui	Non	Non
Espagne	1	1	s.o.	100	Non	...	Oui
Estonie	1	1	0,5	83	Oui	Non	Non
Finlande	1	1	1	100	Non	...	Oui
Ghana	1	0,5	1	83	Oui	Oui	...
Hongrie	0,5	0	0	17	Non	...	Non
Indonésie	1	1	0,5	83	Non	...	Non
Kenya	0,5	0,5	0,5	50	Oui	Oui	...
Lettonie	1	1	1	100	Non	...	Non
Malaisie	1	1	1	100	Oui	Oui	Oui
Mexique	0,5	1	0,5	67	Oui	Oui	Oui
Philippines	0,5	0,5	1	67	Non	...	Oui
Pologne	1	0,5	1	83	Non	...	Non
Sénégal	1	0,5	0,5	67	Oui	Non	...
Suède	1	1	s.o.	100	Oui	Oui	Oui
Thaïlande	1	1	0,5	83	Oui	Oui	...
Turquie	0,5	0	0,5	33	Non	...	...
Uruguay	1	0,5	0,5	67	Non	...	Oui

Source: D'après Caprio et Klingebiel, 1996a et b; FMI, Statistiques financières internationales.

¹ Par rapport à la note maximale, note déterminée par la somme des trois premières colonnes. Le Brésil, par exemple, obtient 2,5 sur un maximum possible de 3, c'est-à-dire 83 pour cent.

² Pendant et après la crise par rapport à la période antérieure à la crise.

Cinq pays ont maintenu plus ou moins leur niveau de protection: Pologne, Suède, Bulgarie, Kenya et Mexique. Le Mexique a légèrement augmenté ses droits moyens, mais le nombre de nouvelles demandes de mesures antidumping a fortement diminué en 1995/96. Nous avons indiqué que le Chili a un peu renforcé sa protection pendant la crise, mais qu'il s'est ensuite lancé dans un grand mouvement de libéralisation.

Sept pays ont opté pour un régime commercial plus libéral pendant la crise. Le Ghana a baissé ses droits de douane et assoupli ses conditions en matière de licences d'importation entre le début et la fin des années 80. La Hongrie a sensiblement libéralisé sa politique commerciale pendant la première moitié des années 90. La Turquie a entamé une phase de libéralisation importante du commerce pendant sa crise financière du début des années 80. De même, la Colombie a réduit les droits de douane effectifs mais elle est revenue en partie sur cette libéra-

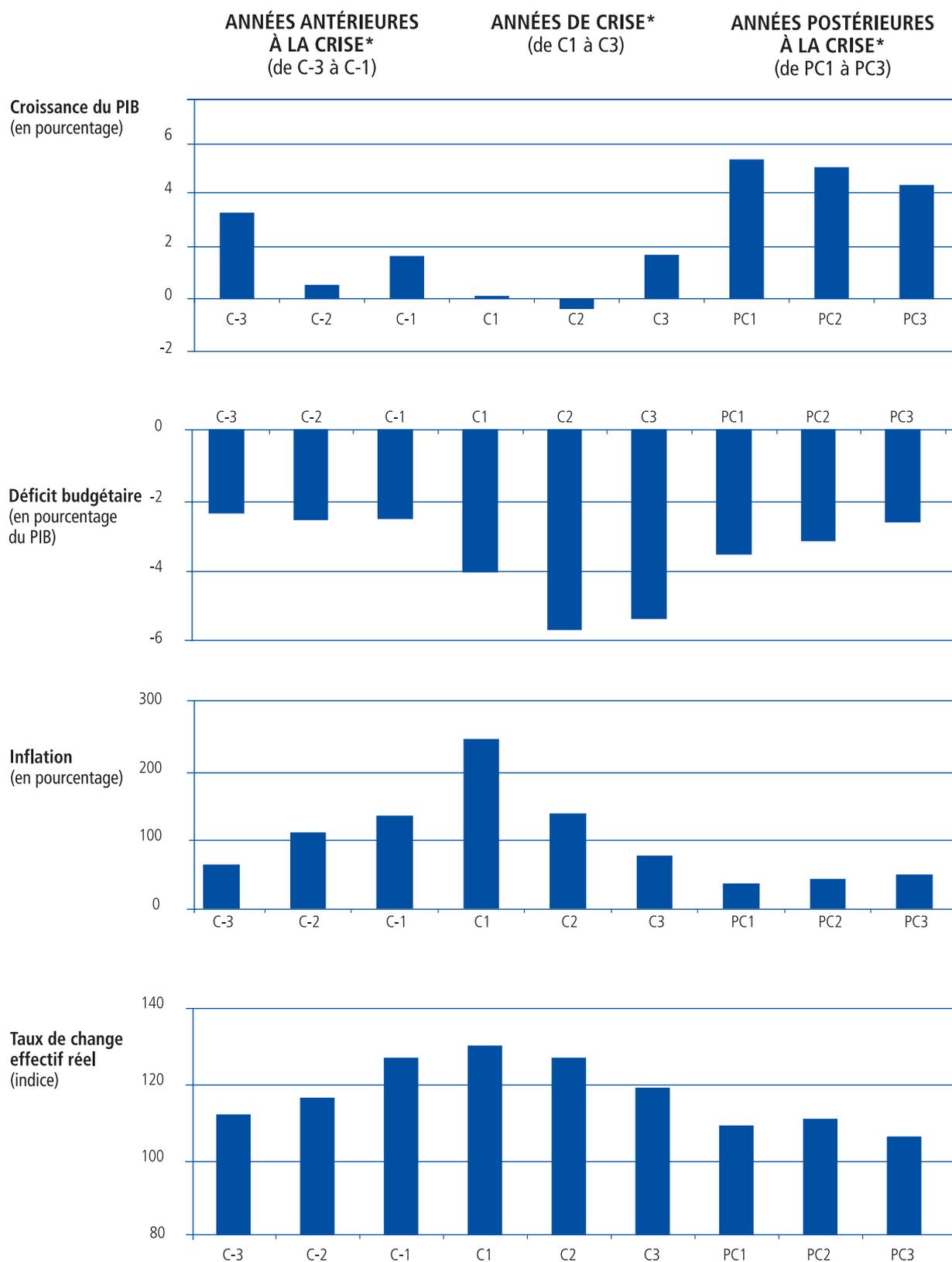
lisation en instituant une surtaxe tarifaire. La Thaïlande, le Sénégal et l'Espagne ont abaissé leurs droits moyens pendant la crise.

Incidences économiques, sociales et commerciales entre la fin des années 70 et le milieu des années 90

Les crises financières ont souvent porté atteinte à la croissance, à l'équilibre budgétaire et à la stabilité des prix; les variables macro-économiques se sont en général améliorées une fois la crise réglée

L'évolution des indicateurs économiques, sociaux et commerciaux dans le cadre des 25 crises financières analysées confirme ce que nous avons dit au chapitre précédent. Le gra-

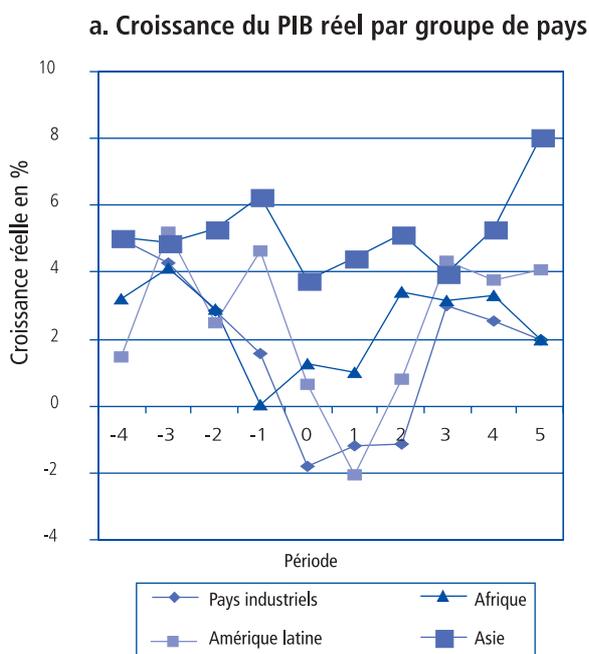
Graphique IV.1: Crises financières et évolution de l'économie dans 25 pays, entre la fin des années 70 et le milieu des années 90



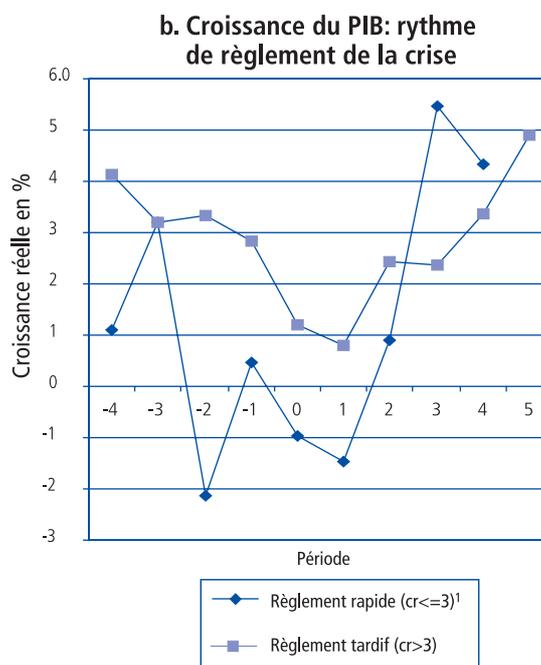
Sources: Banque mondiale, Indicateurs du développement dans le monde, 1998; FMI, Perspectives de l'économie mondiale, 1998 et 1999; OCDE, Perspectives économiques, décembre 1998; CEPAL, janvier 1999.

* La période antérieure à la crise correspond aux trois années ayant précédé la crise; la période de crise correspond aux trois premières années de crise; la période postérieure à la crise correspond aux trois premières années ayant suivi la crise.

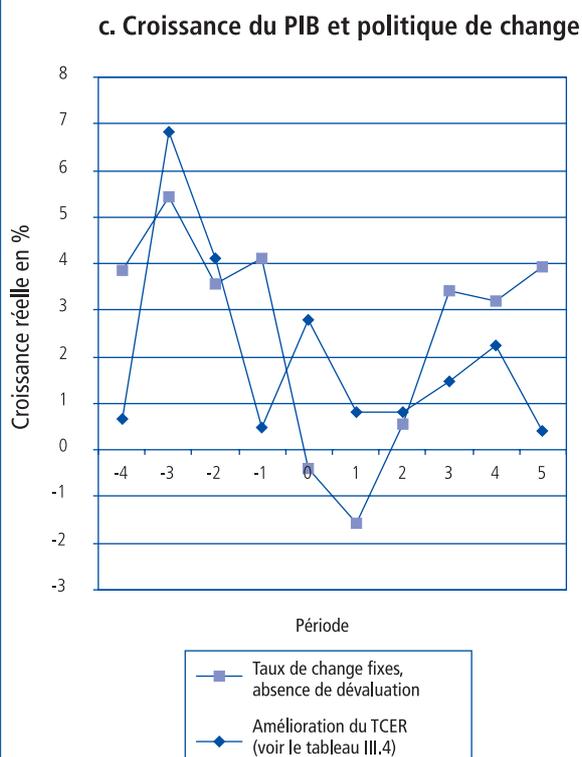
Graphique IV.2: Incidences économiques des crises financières dans quelques groupes de pays, entre la fin des années 70 et le milieu des années 90



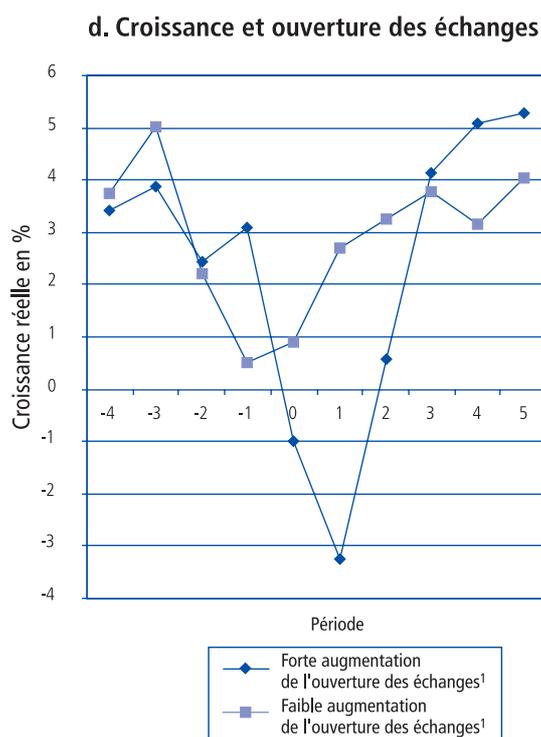
Note: De -4 à -1 = années antérieures à la crise; de 1 à 5 = années de crise et postérieures à la crise (pour le pays médian, l'après-crise commence à l'année 3).



Note: de -4 à -1 = années antérieures à la crise; 0 = première année de crise; de 1 à 4 = années de crise suivantes et années postérieures à la crise (pour le pays médian, l'après-crise commence à l'année 3);
¹ cr<=3 signifie que la crise a duré trois ans ou moins (13 pays touchés); cr>3 signifie que la crise a duré plus de trois ans (jusqu'à 13 ans); pour plus de précisions, voir le tableau III.3.



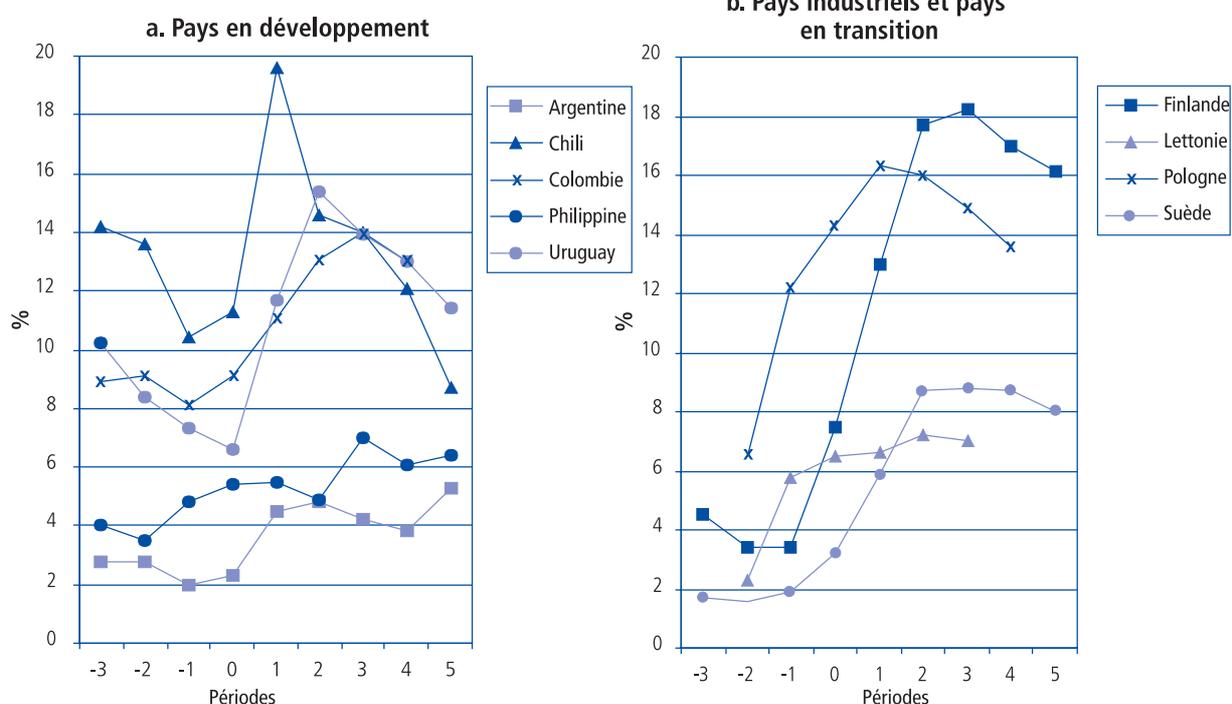
Note: de -4 à -1 = années antérieures à la crise; 0 = première année de crise; de 1 à 5 = années de crise suivantes et années postérieures à la crise (pour le pays médian, l'après-crise commence à l'année 3).



Note: de -4 à -1 = années antérieures à la crise; 0 = première année de crise; de 1 à 5 = années de crise suivantes et années postérieures à la crise (pour le pays médian, l'après-crise commence à l'année 3);
¹ Augmentation du ratio exportations/PIB entre le point bas en période de crise et le point haut de l'après-crise (trois ans), maximum supérieur ou inférieur à la moyenne de 32%.

Source: Banque mondiale, Indicateurs du développement dans le monde, 1998; FMI, Perspectives de l'économie mondiale, 1998 et 1999.

Graphique IV.3: Crise financière et chômage dans quelques pays, entre la fin des années 70 et le milieu des années 90



Note: de -3 à 0 = années antérieures à la crise; 0 = première année de crise; de 1 à 5 = années de crise suivantes et années postérieures à la crise (pour le pays médian, l'après-crise commence à l'année 3).

Source: BIT, Annuaire des statistiques du travail, livraisons diverses.

Note: de -3 à -1 = années antérieures à la crise; 0 = première année de crise; de 1 à 5 = années de crise suivantes et années postérieures à la crise (pour le pays médian, l'après-crise commence à l'année 3).

Le graphique IV.1 donne les moyennes arithmétiques non pondérées qui illustrent l'évolution des principaux indicateurs économiques avant, pendant et après ces 25 crises. La première année de crise est désignée par C1. La plage C-1 à C-3 donne donc l'évolution de l'indicateur pendant les trois années antérieures à la crise, la plage C1 à C3 correspond aux trois premières années de crise, et la plage PC1 à PC3 aux trois premières années postérieures à la crise.

Ce graphique montre que le taux de croissance économique moyenne a diminué de presque 4 pour cent entre l'année C-3 et la deuxième année de crise C2, durant laquelle il a atteint globalement un plancher. Dans les périodes ultérieures, il s'est fortement repris (de presque 6 pour cent). La croissance a été en moyenne supérieure à 5 pour cent pendant les deux premières années postérieures à la crise.³⁴

Les déficits budgétaires, égaux à quelque 2 pour cent du PIB avant la crise, ont culminé pendant la deuxième année de crise à près de 6 pour cent. Il a fallu en moyenne quatre ans pour résorber cette détérioration de 4 pour cent. C'est seulement la troisième année postérieure à la crise (PC3) que les déficits budgétaires se sont rapprochés de leur niveau antérieur. Les chiffres de l'inflation sont quelque peu faussés par la forte inflation ou l'hyperinflation enregistrée dans quelques pays, qui tire vers le

haut la moyenne. Le graphique montre cependant que l'inflation moyenne s'est accélérée avant et pendant la crise, puis est retombée sous l'effet des politiques de stabilisation. À la différence de ce qui s'est passé pendant la grande dépression, aucun pays n'a subi de déflation pendant la période comprise entre la fin des années 70 et le milieu des années 90.

Enfin, l'évolution du taux de change effectif réel reflète les politiques de change décrites plus haut. En moyenne, les pays ont enregistré une appréciation de leur devise jusqu'à la première année de crise, avant une phase de dévaluation et de dépréciation. La baisse du taux de change effectif réel pendant la crise et la période qui a suivi a frisé 20 pour cent en moyenne.

Il y a corrélation entre la rapidité de la réaction à la crise, notamment l'ajustement du taux de change et l'ouverture des politiques commerciales, et la vigueur de la reprise de la croissance après la crise

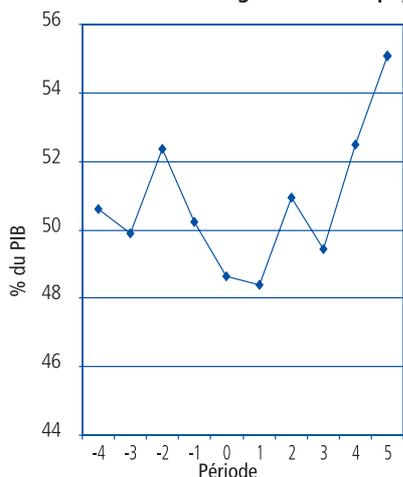
Le graphique IV.2 illustre l'évolution macro-économique observée dans certains groupes de pays. La première année de crise correspond à la colonne «0», les années de crise suivantes et les années postérieures à la crise correspondent à la plage «1» à «5», et la période antérieure à la crise à la plage «-1» à «-5».³⁵

³⁴ Pour le Bénin, par exemple, la plage C-1 à C-3 correspond à la période 1985 à 1987 antérieure à la crise, les années de crise de 1988 à 1990 sont représentées par la plage C-1 à C-3, et la plage PC1 à PC3 désigne la période 1991 à 1993 qui a suivi la crise.

³⁵ Exemple: l'Argentine a vécu sa première crise entre 1980 et 1982. Donc, les données de 1976 à 1979 correspondent à la période comprise entre -4 et -1, et les données de 1980 à 1985 sont représentées par la période 0 à 5.

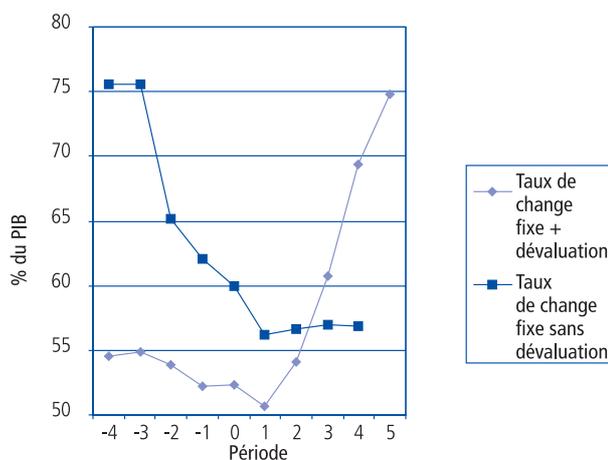
Graphique IV.4: Crises financières et évolution des échanges, entre la fin des années 70 et le milieu des années 90

a. Ouverture des échanges – tous les pays



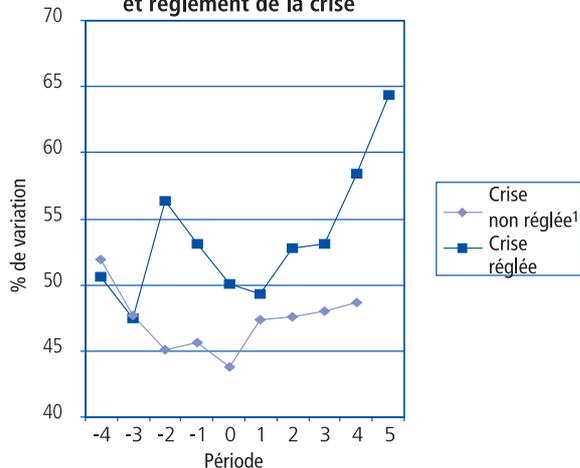
Note: de -3 à -1 = années antérieures à la crise; 0 = première année de crise; de 1 à 5 = années de crise suivantes et années postérieures à la crise (pour le pays médian, l'après-crise commence à l'année 3).

b. Ouverture des échanges et politiques de taux de change



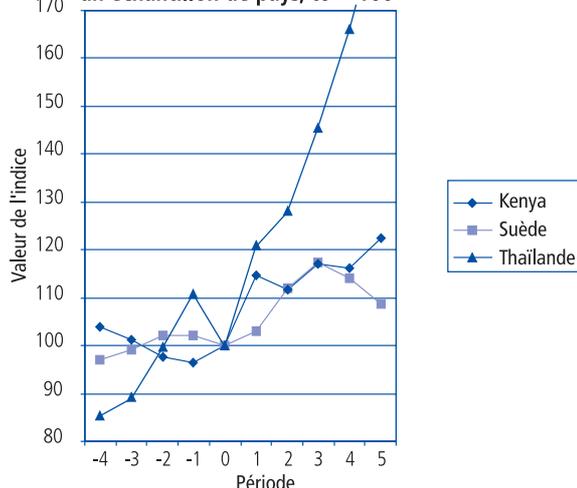
Note: de -3 à -1 = années antérieures à la crise; 0 = première année de crise; de 1 à 5 = années de crise suivantes et années postérieures à la crise (pour le pays médian, l'après-crise commence à l'année 3).

c. Ouverture des échanges et règlement de la crise



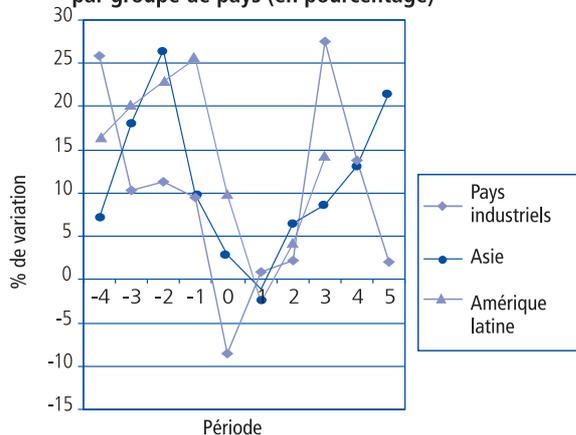
Note: de -4 à -1 = années antérieures à la crise; 0 = première année de crise; de 1 à 5 = années de crise suivantes et années postérieures à la crise (pour le pays médian, l'après-crise commence à l'année 3).

d. Évolution du volume des exportations dans un échantillon de pays, t0 = 100



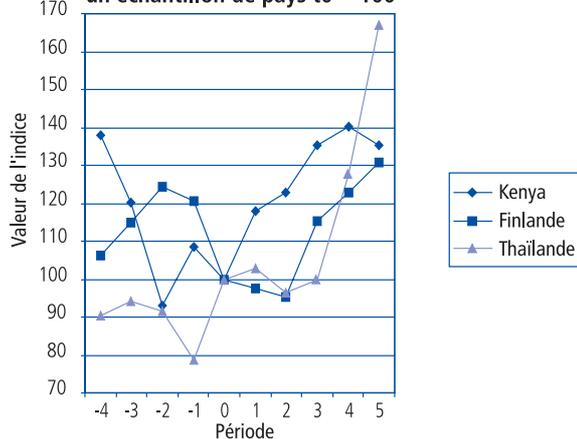
Note: de -4 à -1 = années antérieures à la crise; 0 = première année de crise; de 1 à 5 = années de crise suivantes et années postérieures à la crise (pour le pays médian, l'après-crise commence à l'année 3).

e. Évolution de la valeur des importations par groupe de pays (en pourcentage)



Note: de -3 à -1 = années antérieures à la crise; 0 = première année de crise; de 1 à 3 = années de crise suivantes et années postérieures à la crise (pour le pays médian, l'après-crise commence à l'année 3).

f. Évolution du volume des importations dans un échantillon de pays t0 = 100



Note: de -4 à -1 = années antérieures à la crise; 0 = première année de crise; de 1 à 5 = années de crise suivantes et années postérieures à la crise (pour le pays médian, l'après-crise commence à l'année 3).

Tableau IV.5: Ouverture commerciale¹ et crises financières, par groupes de pays, entre les années 70 et le milieu des années 90

	Années antérieures à la crise				Années de crise et postérieures à la crise				
	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4
Pays industriels	48,0	48,9	48,0	46,3	43,5	45,3	50,7	55,9	60,5
Pays en transition	75,9	71,5	92,7	85,3	76,5	82,7	82,8	s.o.	s.o.
Afrique	60,9	60,5	52,7	50,0	47,6	46,3	47,2	48,6	52,1
Asie	52,9	53,2	55,4	55,6	56,7	56,1	59,6	62,0	64,8
Amérique latine	28,2	28,0	28,7	28,1	29,9	26,0	29,3	30,7	31,9

¹ (Exportations + importations)/PIB.

Source: Banque mondiale, Indicateurs du développement dans le monde, 1998.

Le graphique IV.2a donne les moyennes régionales du taux de croissance du PIB réel avant, pendant et après la crise. Il est à noter que, parmi les quatre groupes de pays représentés, les pays latino-américains et les pays industriels ont connu la plus forte baisse de croissance et la plus forte reprise. Le taux de croissance des pays asiatiques a à peine diminué pendant la première crise financière des années 80.

Les deux graphiques suivants, IV.2b et IV.2c, nous renseignent sur la vitesse de réaction et sur la politique de change. Les pays les plus prompts à réagir (où la crise a duré trois ans ou moins) ont d'abord traversé une période de récession plus forte. Mais le graphique montre surtout que ces pays ont connu ensuite une reprise vigoureuse avec une croissance de plus de 5 pour cent en moyenne – bien supérieure à celle des pays qui ont été plus lents à régler les problèmes de leur secteur financier. La politique de change semble aussi déterminante. Dans les pays où le taux de change effectif réel a diminué, la croissance avant la crise n'a pas été supérieure à celle enregistrée dans les pays n'ayant pas bénéficié de ce coup de pouce, mais le recul de la croissance pendant la crise a été plus prononcé et la reprise ultérieure nettement plus forte.

Nous ne disposons pas, pour la plupart des pays de l'échantillon, d'un instrument valable pour mesurer le degré de protectionnisme sur une longue période. En outre, nous ne pouvons pas comparer les résultats entre les pays protectionnistes et les pays libéraux car aucun de ceux sur lesquels nous possédons des informations n'a opté pour une politique véritablement protectionniste. Toutefois, le changement constaté dans le degré d'ouverture commerciale entre la première année de crise et quelques années après la crise reflète probablement en partie la politique commerciale suivie par les pays.³⁶ Le graphique IV.2d donne à penser que les pays qui se sont beaucoup ouverts après la crise ont aussi enregistré à ce moment-là une croissance beaucoup plus robuste que les pays dont la part des échanges a pro-

gressé moins fortement, et donc qu'une croissance vigoureuse des échanges a contribué à la reprise économique (et sans doute vice versa).

Les crises causent souvent énormément de chômage

Le coût social des crises financières a aussi été souvent élevé. Il existe assez peu de données, mais nous avons pu trouver pour neuf des pays de l'échantillon des données du BIT sur le chômage portant sur un laps de temps suffisamment long. Dans la plupart de ces neuf pays, la courbe du taux de chômage a la forme d'un S allongé (graphique IV.3). Le chômage a tendance à baisser jusqu'à la dernière année précédant la crise ou même la première année de crise, avant de repartir fortement à la hausse pendant la crise. Dans la phase postérieure à la crise, il retombe. Au Chili, le taux de chômage est rapidement revenu au-dessous de son niveau antérieur à la crise mais, dans tous les autres pays, il a baissé beaucoup plus lentement qu'il n'avait progressé. En outre, il est resté supérieur aux niveaux enregistrés avant la crise. Dans les pays industriels, cette évolution concorde avec une augmentation constante des taux de chômage depuis 25 ans. Les taux de chômage anormalement bas enregistrés dans certains pays avant la crise peuvent s'expliquer par une surchauffe.

L'évolution des échanges a été sensiblement influencée par les politiques adoptées; dans la majorité des cas, le volume des exportations s'est accru rapidement tandis que la croissance des importations s'est temporairement ralentie

Il ressort des études de cas que le commerce a beaucoup aidé à modérer et à surmonter les crises financières. Le graphique IV.4a montre que l'indice d'ouverture (exportations et importations rapportées au PIB) a chuté pendant la crise avant d'augmenter à nouveau fortement. Le tableau IV.5 apporte des précisions sur les différents groupes de pays. Après la crise, l'indice d'ouverture s'est sensiblement accru, d'au moins 15 pour

³⁶ L'indicateur d'ouverture ne renseigne pas seulement sur la politique commerciale. L'évolution du degré d'ouverture avant une crise reflète aussi l'expansion relative du secteur des produits exportables et du secteur des produits non exportables. L'augmentation du degré d'ouverture après une crise résulte en partie d'une réaffectation des ressources due à la demande et à la politique de taux de change.

cent, entre les années 1 et 4 en Asie, dans les pays industriels et en Amérique latine, alors qu'il avait stagné avant la crise. En Afrique, l'indice d'ouverture a diminué avant la crise et n'a augmenté que lentement par la suite, ce qui est dû à la prépondérance des trois pays de la zone CFA dans l'échantillon.

Le graphique IV.4b semble indiquer que la croissance réelle des échanges dépend beaucoup des politiques de taux de change. Dans les pays qui ont dévalué, il y a eu une forte poussée du commerce. L'indice d'ouverture, plutôt bas pendant l'année 1 (deuxième année de crise), à 50 pour cent, a approché 75 pour cent dans l'année 5. Dans les pays qui avaient un régime et qui n'ont pas dévalué, il y a eu une baisse sensible du volume des échanges avant la crise et une stagnation par la suite. Le graphique IV.4c permet de faire une comparaison entre les pays qui ont bien réussi à sortir de la crise et ceux (sept au total) qui ont continué d'enregistrer une faible croissance ou qui ont subi une déstabilisation macro-économique après la crise. Là encore, le succès et l'ouverture des échanges sont étroitement liés.

Les graphiques IV.4d à f fournissent plus de détails sur l'évolution des échanges en volume et en valeur. Le graphique IV.d montre que le volume des exportations a nettement progressé dans plusieurs pays de l'échantillon, contribuant ainsi à la reprise financière et économique.³⁷ Cette évolution est particulièrement marquée en Thaïlande. La valeur et le volume des importations ont augmenté beaucoup moins vite, voire diminué, au début de nombreuses crises financières, mais dès la troisième année de crise il y a eu un net redressement.

C. La crise asiatique

Causes et réponses

La crise asiatique a «officiellement» commencé en juillet 1997 quand la Thaïlande a laissé flotter sa monnaie, le baht. Dans les mois qui ont suivi, plusieurs autres pays d'Asie de l'Est (à l'exclusion de la Chine et de Hong Kong, Chine) lui ont emboîté le pas. La crise s'est étendue de la Thaïlande à la Malaisie, aux Philippines, à la République de Corée et à l'Indonésie, avant de s'aggraver sérieusement à l'automne de 1997 lorsque l'Indonésie et la République de Corée ont connu des difficultés financières grandissantes. En août 1998, le rouble a décroché du dollar, et la Russie s'est enfoncée dans la crise. Selon le FMI (Perspectives de l'économie mondiale, octobre 1998), de graves problèmes ont continué de toucher le secteur bancaire dans l'Asie des Cinq jusqu'à l'automne de 1998, et les prêts improductifs à l'époque ont été estimés à 20 ou 30 pour cent de l'encours total. Plusieurs pays asiatiques ont alors engagé des réformes importantes dans le secteur financier et ailleurs. Les premiers signes d'amélioration sont apparus vers la fin de 1998.

Les problèmes macro-économiques et de réglementation intérieurs sont parmi les principales causes des crises

Les facteurs à l'origine de la crise financière en Asie semblent aujourd'hui assez bien connus, même si le débat sur leur importance relative va probablement se poursuivre encore un certain

temps (FMI, Perspectives de l'économie mondiale, décembre 1997 et octobre 1998; Banque mondiale, 1998). Pour la majorité des observateurs, diverses erreurs de politique intérieure ont constitué la cause première d'une surchauffe «classique» qui a déclenché la crise financière, mais en outre la plupart des pays de la région avaient un secteur financier relativement sous-développé et faible. Les gouvernements cherchaient à promouvoir les entreprises industrielles et de services en encourageant le crédit aux secteurs prioritaires et en plafonnant les taux d'intérêt et par l'entremise d'établissements financiers publics. Pour faciliter le subventionnement implicite de divers producteurs au travers du secteur financier, il a fallu limiter la concurrence internationale. De plus, les interventions dans le secteur financier obéissaient à des intérêts politiques et personnels.

L'économie est entrée dans une phase de surchauffe au milieu des années 90, lorsqu'une forte expansion du crédit aux particuliers, ajoutée à l'insuffisance des mécanismes de réglementation et de supervision prudentielles, a suscité des opérations de prêt risquées et provoqué une baisse de la productivité de l'investissement. Le déficit des comptes courants (indicateur d'un excès de la demande intérieure) s'est sensiblement creusé et, au fil des ans, la dette extérieure de certains pays s'est considérablement alourdie. Les premiers doutes sur la viabilité de cette prospérité sont apparus en 1996 (voir Salvadore, 1998, par exemple). Au début, le manque de transparence de la comptabilité et de la gestion des entreprises a permis de masquer les problèmes croissants du secteur financier et des entreprises. Lorsque la bulle a éclaté et que les banques et les entreprises se sont trouvées en difficulté, l'absence de lois et de procédures en matière de faillites ou les faiblesses de celles qui étaient en vigueur n'ont fait qu'empirer les choses.

Le comportement grégaire des investisseurs internationaux et le risque moral ont peut-être aggravé la crise

La crise asiatique n'aurait cependant pas atteint une telle ampleur si les marchés financiers et les investisseurs internationaux avaient agi autrement. La croissance de la première moitié des années 90 avait été financée, dans une proportion croissante, par des prêts à court terme de banques étrangères, surtout en Indonésie, en République de Corée et en Thaïlande. Ce financement étranger a ébranlé l'équilibre macro-économique, tout en encourageant probablement les dirigeants et les organes de réglementation à fermer les yeux sur l'état de leur économie et de leur système financier. Le financement extérieur a aussi été privilégié par le fait que les taux d'intérêt étaient souvent plus élevés que dans les autres pays. Les emprunteurs y voyaient un moyen garanti de réduire leurs frais de financement étant donné que le taux de change leur semblait immuable. Les faibles taux d'intérêt pratiqués dans les pays industrialisés et les excellentes performances économiques réalisées par les tigres d'Asie ont incité les créanciers des économies avancées à prêter à cette région moyennant des primes de risque relativement basses. La baisse artificielle de ces primes s'explique aussi par le fait que les créanciers étrangers et nationaux croyaient que l'État les secourrait en cas de difficultés, ce qui, selon beaucoup d'observateurs,

³⁷ Les données sur le volume des échanges sont très limitées et ont souvent été recalculées. Des séries portant sur de longues périodes n'ont pu être obtenues que pour quelques pays.

Tableau IV.6: Variation du taux de change dans les pays asiatiques en crise et les pays en développement concurrents, entre juin 1997 et septembre 1998 (en pourcentage)¹

	Taux de change bilatéral		Taux de change effectif réel ²
	Contre dollar EU	Contre yen	
Indonésie	-77,7	-73,8	-56,3
Malaisie	-39,8	-29,2	-27,2
Philippines	-38,3	-27,5	-26,0
République de Corée	-33,8	-22,2	-19,8
Thaïlande	-36,7	-25,6	-19,1
Moyenne	-45,3	-35,7	-29,7
Afrique du Sud	-27,0	-14,1	-19,0
Chili	-11,3	4,3	-0,2
Inde	-15,9	-1,1	-3,0
Mexique	-22,2	-8,5	-6,4
Singapour	-17,6	-3,1	-2,7
Taipei chinois	-19,4	-5,2	-12,4
Moyenne	-18,1	-4,6	-7,3
Argentine	0,0	17,7	3,9
Chine	17,4	6,1	...
Hong Kong, Chine	0,0	17,5	16,1
Hongrie	-13,8	1,3	2,8
Pologne	-10,6	5,1	2,4
Turquie	-47,5	-38,3	21,2
Venezuela	-17,2	-2,6	26,8
Moyenne	-22,3	...	11,7

Source: FMI, Bases de données de la Direction of Trade Statistics (DOTS) et de l'Information Notice System (INS); WEFA, Inc.; et calculs du FMI.

¹ Évolution entre juin 1997 et septembre 1998; un nombre positif indique une appréciation. Les chiffres de septembre 1998 ont été calculés sur la base des taux de change moyens jusqu'au 21 septembre compris.

² Pondération de la DOTS: tient compte uniquement des échanges bilatéraux, selon les données de 1994-1996.

a créé un risque moral, lequel a peut-être été aggravé par l'impression que les institutions financières internationales consentaient des crédits trop facilement dans des situations de crise. En conséquence, les entreprises de plusieurs pays se sont retrouvées avec une énorme dette qui les a rendues très exposées à une perte de confiance des investisseurs (Banque mondiale, 1998).

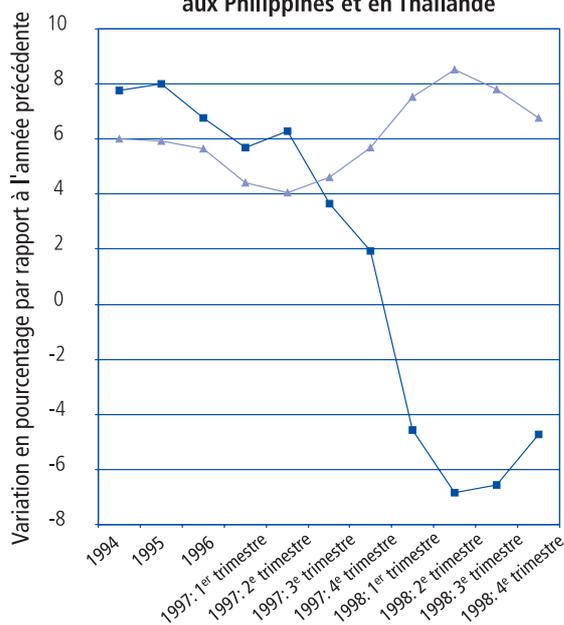
Quand les investisseurs internationaux mal informés ont enfin compris qu'ils avaient investi dans une économie artificiellement dopée et que la dette a atteint un niveau qui jetait le doute sur la crédibilité des garanties implicites des gouvernements, la fuite des capitaux nationaux et étrangers a commencé. Le sous-développement du système financier a empiré les choses en Indonésie et en République de Corée, où les crédits en devises étaient essentiellement des crédits à court terme. Lorsque ces crédits à court terme sont arrivés à échéance et que la liquidité s'est tarie, le taux de change a chuté vertigineusement et ces deux pays ont frôlé la faillite, et presque toutes les transactions financières ont été paralysées.

Les programmes de réforme, y compris de libéralisation des échanges, ont laissé espérer un règlement de la crise en 1999/00

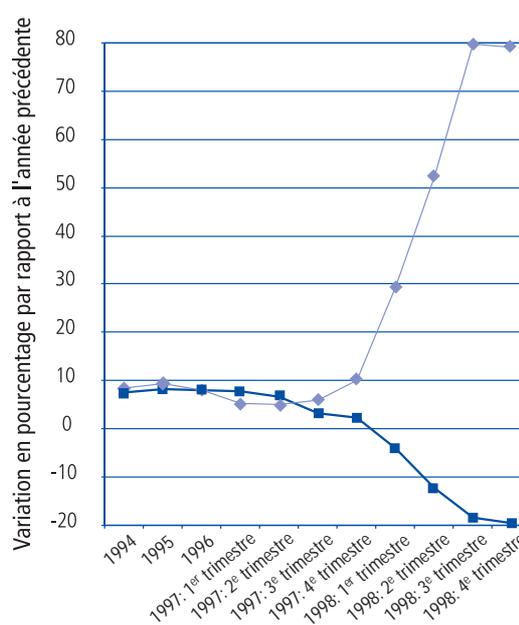
Dans le cadre de programmes du FMI, la République de Corée, la Thaïlande, les Philippines et l'Indonésie ont engagé en 1997/98 d'importantes réformes économiques. Leurs politiques d'austérité monétaire ont contenu l'inflation, sauf en Indonésie. Une place importante a été accordée à la réforme du secteur financier, notamment au renforcement des mécanismes de réglementation et de supervision prudentielles, ainsi qu'à la revitalisation du système bancaire. La Banque mondiale (1998) estime que la recapitalisation du système bancaire dans ces pays plus la Malaisie pourrait coûter 20 à 30 pour cent du PIB. Plusieurs autres réformes (essentiellement axées sur la transparence) étaient en préparation à la fin de 1998 (FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 1998). Après un certain retard, la priorité a été donnée aux dépenses de protection sociale pour réduire le coût social de

Graphique IV.5: Production et inflation dans les pays d'Asie en crise, 1994-1998
(variation en pourcentage par rapport à l'année précédente)

Croissance du PIB et inflation en Corée, en Malaisie, aux Philippines et en Thaïlande



Croissance du PIB et inflation en Indonésie



Source: Secrétariat de l'OMC.

—▲— Inflation
—■— Croissance de la production

—▲— Inflation
—■— Croissance de la production

la crise.³⁸ Mais la raréfaction du crédit et les taux d'intérêt élevés ont sapé la rentabilité de nombreux projets d'investissement et entamé la confiance des consommateurs, ce qui a eu de graves répercussions sur l'activité économique.

Les importateurs ont parfois éprouvé de grandes difficultés à obtenir un financement pour leurs achats, ce qui n'avait pas été le cas dans les crises financières précédentes. Cela s'explique par un endettement élevé (qui mettait en danger la solvabilité des entreprises) et par de graves perturbations du système bancaire national. La situation a été particulièrement délicate en Indonésie au début de 1998. Parmi les difficultés rencontrées, mentionnons l'impossibilité d'obtenir des lettres de crédit ou l'obligation de déposer des sommes importantes en devises étrangères, outre la réticence des agences de garantie des exportations à couvrir des marchés nouveaux, éventuellement risqués, passés avec des pays en crise. Le recours au règlement au comptant, à des accords de troc et à d'autres instruments de financement des échanges semble avoir souvent apporté quelque soulagement. Dans certains cas, le refus d'accorder un crédit pour des opérations commerciales risquées a sans doute été aussi pleinement justifié; à cet égard, les exemples de plaintes et des

menaces «stratégiques» abondent. Cependant, quelques programmes publics de financement du commerce bien conçus n'auraient pas été inutiles au cœur de la crise. Sans être parfaite, la situation semble s'être nettement améliorée au cours de 1998 (Stephens, 1998a).³⁹

Aucune mesure protectionniste ou presque n'a été prise dans les pays en crise. La libéralisation a plus que compensé les hausses de droits de douane, rares et minimes, décidées en Thaïlande, aux Philippines et en Malaisie. L'Indonésie et la République de Corée ont sensiblement réduit leurs droits et leurs restrictions quantitatives. La Thaïlande, la République de Corée et l'Indonésie ont ouvert leur marché financier aux investisseurs étrangers pour attirer des capitaux et acquérir des compétences. Seule la Malaisie a rétabli un contrôle des capitaux et est revenue à un régime de taux de change fixes en septembre 1998.⁴⁰

Des améliorations touchant à l'architecture du système financier international sont à l'étude et, dans une certaine mesure, en cours de concrétisation

Parallèlement, un débat s'est engagé sur la réforme de l'architecture du système financier international (pour plus de

³⁸ Pour plus de précisions sur les réformes exécutées ou proposées, voir FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 1998.

³⁹ Stephens suggère, par exemple, de demander aux gouvernements débiteurs des garanties partielles (au lieu de garanties complètes qui créent un risque moral) et d'intervenir pour éviter un effondrement des taux de change.

⁴⁰ Au début de 1999, la Malaisie a relâché son contrôle des capitaux et substitué à certaines restrictions quantitatives des mesures fondées sur les prix. Il est trop tôt pour évaluer l'approche adoptée par ce pays comparativement à l'approche plus libérale suivie par les autres pays en crise.

Tableau IV.7: Incidences économiques et sociales de la crise financière asiatique

	Pays	1996	1997	Prévision 1998
PIB réel (variation en pourcentage)	Indonésie	8,0	4,6	-15,0
	République de Corée	7,1	5,5	-7,0
	Thaïlande	5,5	-0,4	-8,0
Chômage (en pourcentage de la main-d'œuvre)	Indonésie	4,9	5,4	15,0
	République de Corée	2,0	2,7	7,5
	Thaïlande	2,0	4,0	6,0
Inflation des prix à la consommation (taux en pourcentage)	Indonésie	7,9	6,6	60,0
	République de Corée	4,9	4,4	8,5
	Thaïlande	5,9	5,6	9,0
Pauvreté (augmentation du nombre de démunis en proportion de la population)	Indonésie	...	...	4,8 - 11,2
	République de Corée	...	...	1,6 - 12,1
	Thaïlande	...	...	2,3 - 11,6

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

précisions, voir FMI, Marchés internationaux de capitaux, 1998, les déclarations du G7 et les publications de la BRI). En particulier, le problème posé par le partage du coût de la crise entre les prêteurs internationaux suscite des controverses. La chute des prix des actifs s'est traduite par des pertes importantes pour les acteurs nationaux et internationaux ayant investi en actions et obligations d'entreprises. La population a pâti d'une hausse du chômage et d'une baisse des salaires. En revanche, les créanciers internationaux donnent l'impression de s'en tirer à bon compte quand les fonds apportés par les institutions financières internationales et les États sont employés pour les rembourser intégralement. Si, à l'avenir, on ne leur fait pas assumer une part du fardeau, certains pensent que le risque moral pourrait conduire à de nouvelles crises coûteuses et accompagnées de retombées internationales. Mais nous avons indiqué plus haut que les obliger à participer à cet effort peut aussi avoir des effets négatifs. Les créanciers internationaux pourraient être tentés de réduire leurs lignes de crédit plus rapidement en période de crise pour être moins exposés. De plus, la prime de risque sur la dette des pays émergents augmenterait, ce qui alourdirait le coût du service d'une dette qui a été contractée sur la base de taux d'intérêt moins élevés.

Par ailleurs, la crise asiatique a mis en évidence la nécessité d'améliorer les systèmes de gestion des crises. Des mécanismes améliorés de renégociation de la dette sont donc à l'étude, et le FMI a mis sur pied un nouveau dispositif de financement pour les situations de crise. Nous avons mentionné plus haut que les avis divergent sur l'ampleur du risque moral international, mais le FMI s'appête à prendre des mesures pour renforcer sa surveillance. Des codes de conduite internationaux sont en préparation, qui préciseront les comportements à adopter pour améliorer la stabilité et définiront des critères pour une meilleure

évaluation des politiques. Un forum international sur la stabilité financière s'est réuni pour la première fois en avril 1999.

Incidences économiques, sociales et commerciales de la crise asiatique

La crise asiatique a fortement ébranlé le monde, cette région ayant été jusque-là un modèle de développement. La régression économique et sociale en Indonésie a été proche de celle due à la grande dépression, et a aussi été considérable dans les autres pays de la région. Les premiers signes de la crise asiatique ont été la dévaluation du baht thaïlandais en juillet 1997 suivie par un effondrement du taux de change dans les cinq pays d'Asie touchés (tableau IV.6). Entre juin 1997 et septembre 1998, les taux de change nominaux ont chuté de 37 à 78 pour cent par rapport au dollar, et de 22 à 74 pour cent par rapport au yen. Ce mouvement s'est traduit par une baisse du taux de change effectif réel de 19 à 56 pour cent, baisse nettement supérieure à la surévaluation qui avait précédé la crise (entre septembre 1998 et le printemps 1999, on a pu observer un certain renversement de cette tendance). En conséquence, la compétitivité des exportateurs de l'Asie des Cinq s'est améliorée, mais le poids du service de la dette extérieure s'est alourdi. La solvabilité des entreprises en a souffert, notamment dans les secteurs où la dette extérieure n'est pas financée par les recettes d'exportation.

Le net recul de la production a entraîné une forte aggravation du chômage et de la pauvreté en Asie du Sud-Est

Le tableau IV.7 et le graphique IV.5 illustrent le coût économique et social de la crise asiatique. Le taux de croissance réel en République de Corée, en Malaisie, aux Philippines et en Thaïlande est tombé d'une moyenne de 7 à 8 pour cent avant la crise à -7 pour cent aux deuxième et troisième trimestres de 1998, avant de se reprendre légèrement au quatrième trimestre

Graphique IV.6: Évolution des échanges dans les pays d'Asie en crise, 1994-1998

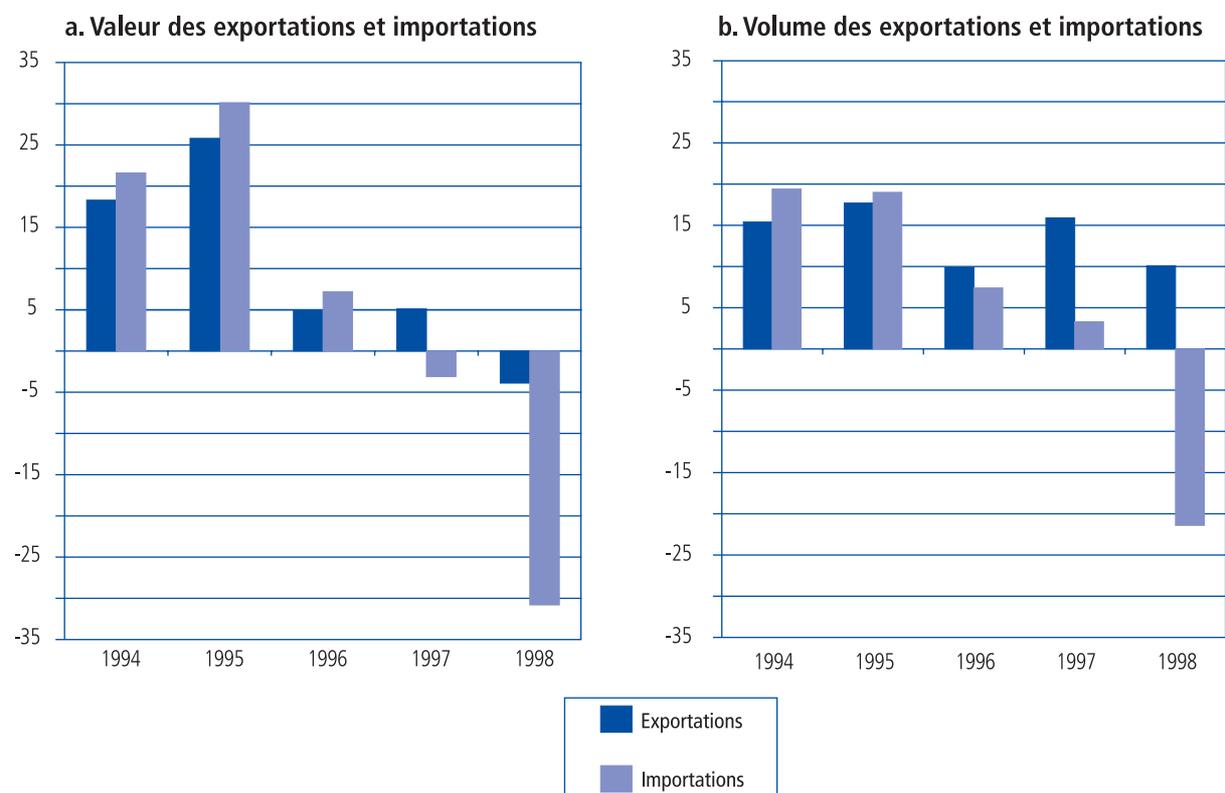
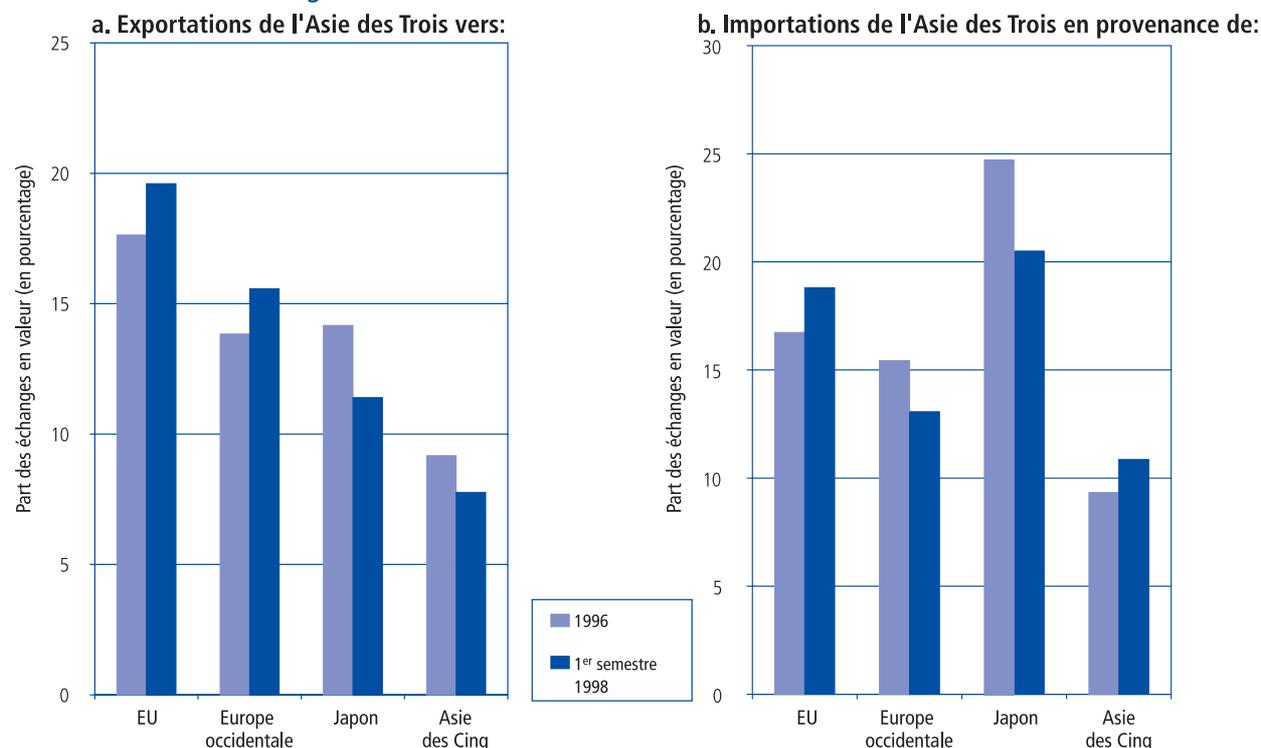


Tableau IV.8: Structure des importations de marchandises de la République de Corée, de 1996 à 1998 (en millions de dollars EU et en pourcentage)

Catégorie de produits	Valeur			Variation en pourcentage de la valeur des importations, 1996-1998	Part en pourcentage		
	1996	1997	1998		1996	1997	1998
Ensemble des marchandises	150 339	144 616	93 282	-38,0	100,0	100,0	100,0
Aliments et biens de consommation	16 942	15 603	9 157	-46,0	11,3	10,8	9,8
Biens de consommation durables	5 616	5 182	2 800	-50,1	3,7	3,6	3,0
Énergie	24 181	27 212	18 166	-24,9	16,1	18,8	19,5
Fer et acier	6 762	5 826	2 978	-56,0	4,5	4,0	3,2
Biens d'équipement	58 896	52 783	33 822	-42,6	39,2	36,5	36,3
Machines électriques et électroniques	21 391	23 966	18 939	-11,5	14,2	16,6	20,3
Matériel de transport	5 416	2 934	1 491	-72,5	3,6	2,0	1,6
Autres	32 089	25 883	13 392	-58,3	21,3	17,9	14,4

Source: Banque de Corée, Monthly Statistical Bulletin, avril 1999.

Graphique IV.7: Le commerce des marchandises en République de Corée, en Malaisie et en Thaïlande selon l'origine et la destination, 1996-1998



Note: L'Asie des Trois comprend la Corée, la Malaisie et la Thaïlande. L'Asie des Cinq comprend l'Indonésie, la République de Corée, la Malaisie, les Philippines et la Thaïlande.

Source: Secrétariat de l'OMC.

de 1998 (graphique IV.5a). En Indonésie, la production s'est contractée encore davantage, avec un taux annualisé de presque -20 pour cent au second semestre de 1998 (graphique IV.5b). Sous l'effet du tassement de la production, le taux de chômage a grimpé, selon les estimations, à 15 pour cent en Indonésie, à 7,5 pour cent en République de Corée et à 6 pour cent en Thaïlande. Il est probable que la croissance demeurera très ralentie en 1999 et que le chômage ne reculera pas sensiblement avant 2000 (FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 1998). En dépit de très fortes dévaluations, l'inflation a pu être maîtrisée dans la région et le taux d'inflation n'a pas dépassé 10 pour cent en Malaisie, en Thaïlande, en République de Corée et aux Philippines. De plus, en Indonésie, la menace d'une hyperinflation a sans doute disparu à la fin de 1998, bien que le taux d'inflation annualisé ait atteint 80 pour cent au deuxième semestre de cette année-là.

Les retombées de la crise financière sur la pauvreté ont été aussi analysées, mais en raison de l'incertitude entourant les données recueillies et les dispositifs de sécurité sociale on ne peut pas faire d'estimations très précises. Avant la crise, la proportion d'habitants vivant sous le seuil de pauvreté variait de 11 à 16 pour cent dans les trois pays pour lesquels on possède des données. Les hypothèses les plus pessimistes (selon lesquelles la pauvreté allait doubler) se sont révélées exagérées mais l'aggravation du chômage a indéniablement engendré de grandes difficultés, en particulier dans les zones urbaines, chaque soutien de

famille ayant souvent de nombreuses bouches à nourrir (Banque mondiale, 1999). Les zones rurales ont parfois profité de l'incidence de la dévaluation sur les cours des cultures vivrières exportables et sur les termes de l'échange entre ville et campagne. En outre, les mécanismes de solidarité informels ont mieux joué dans les campagnes. Si l'aggravation de la situation économique et du chômage peut être contenue, l'augmentation du taux de pauvreté pourrait se limiter de 2 à 5 pour cent de la population (FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 1998).

Les exportations ont bénéficié d'une forte dévaluation tandis que les importations ont diminué à cause d'un mauvais climat économique

Le graphique IV.6 récapitule les incidences de la crise asiatique sur le commerce jusqu'à la fin de 1998. Il met en lumière le net recul des importations, beaucoup plus prononcé que le tassement général de l'économie. La croissance des exportations en valeur (en dollars EU) s'était ralentie en 1996 et 1997 par rapport à 1995 et, en 1998, la valeur des exportations en dollars a même diminué. Les deux séries sur la valeur des exportations et des importations cachent toutefois une évolution beaucoup plus favorable des volumes. Les statistiques du commerce sont données en dollars, mais une grande part des échanges se fait avec des pays dont la monnaie s'est considérablement dépréciée par rapport au dollar. Exprimés en dollars, les échanges avec le Japon, par exemple,

ont nettement reculé entre la mi-1997 et la mi-1998, alors qu'ils sont demeurés stables exprimés en yen. La forte chute des prix des produits de base a aussi fait baisser la valeur des échanges en dollars, notamment celle des importations (mais également celle des exportations dans le cas de l'Indonésie). En conséquence, comme le montre le graphique IV.6b, le volume des exportations a progressé de plus de 15 pour cent en 1997. Certes, la croissance du volume des exportations dans les pays en crise s'est ralentie en 1998, mais elle est demeurée plus de deux fois supérieure à celle des exportations mondiales. La progression marquée des exportations nettes réelles en 1998 va aider les pays à sortir de la crise et à réduire le chômage en compensant le fléchissement de certains secteurs de l'économie. Mais l'accélération des exportations aurait été probablement beaucoup plus prononcée en 1998 si, de surcroît, le Japon n'avait pas été durement touché par la récession et si les échanges intrarégionaux n'avaient pas été aussi importants.

L'orientation et la composition des échanges se sont adaptées à l'évolution des taux de change et du climat économique

Nous voyons aussi qu'un changement s'est produit dans l'orientation et la composition des échanges, même si une bonne partie des effets probables ne ressort pas encore des données disponibles. Le graphique IV.7 nous montre que la part des exportations de la République de Corée, de la Malaisie et de la Thaïlande vers les États-Unis et vers l'Europe occidentale a considérablement augmenté entre 1996 et le premier semestre de 1998. La part des exportations vers le Japon a simultanément diminué, sans doute à cause de la chute du yen et de la récession subie par le Japon. Les exportations vers les autres pays asiatiques en crise ont aussi diminué mais, là encore, ce recul s'explique probablement davantage par la dépréciation des devises que par une baisse des volumes. S'agissant des importations, on observe une chute de la part des produits importés d'Europe occidentale et du Japon, parce que les importations provenant de ces pays sont devenues plus chères. Les importations provenant de la région, en revanche, ont fortement progressé parce qu'elles sont devenues plus compétitives. Seule l'augmentation de la part des importations des États-Unis constitue une certaine surprise.⁴¹

Il apparaît aussi clairement que la composition des importations dans les pays en crise est en train de changer. Le tableau IV.8 nous éclaire sur le ralentissement général des importations et l'évolution de leur structure en République de Corée entre 1996 et 1998. Si les importations globales ont diminué de presque 40 pour cent, c'est surtout la valeur des importations de biens de consommation durables et de biens d'équipement, comme les produits sidérurgiques ou le matériel de transport, qui a le plus baissé, de 50 à 72 pour cent (voir aussi JETRO, 1998). On peut s'attendre à un renversement de tendance en 1999, car la reprise économique se confirme et les entreprises vont devoir réinvestir et s'équiper de nouveau.

La production et les échanges mondiaux ont pâti des répercussions internationales de la crise

La crise asiatique a aussi eu d'énormes répercussions sur la croissance et les échanges mondiaux. Nous avons indiqué plus haut que les prévisions de croissance économique mondiale pour 1998 ont été revues à la baisse, de 2 pour cent environ, entre mai 1997 et octobre 1998. La crise asiatique, la crise russe, le ralentissement en Amérique latine et les effets négatifs de la baisse des prix des produits de base (baisse provoquée, du moins en partie, par la contraction de la demande en Asie) sont les principales causes de cette révision des anticipations. Selon Zhang et Cline (1998), le ralentissement de la croissance aux États-Unis et dans l'UE dû à la crise asiatique a été relativement modéré, égal à environ 0,6 ou 0,7 pour cent du PIB. La croissance négative enregistrée au Japon en 1998 est également due en partie aux retombées de la crise asiatique.

Le tableau IV.6 indiquant l'évolution des taux de change en 1997/98 apporte quelques précisions sur les retombées économiques dans d'autres pays émergents. Le tableau comporte deux groupes de pays, en plus des pays asiatiques touchés. Dans les pays du premier groupe – Chili, Mexique, etc. – le taux de change effectif réel a baissé, mais moins que les pays d'Asie touchés par la crise. Cela signifie que leurs exportations sont devenues moins compétitives par rapport à celles de ces derniers, mais globalement l'évolution des taux de change n'a pas été défavorable. Il est aussi probable que la crise a moins pénalisé la croissance de ces pays. Le troisième groupe, à l'inverse, comprend des pays ou territoires dont le taux de change effectif réel a progressé. Cela a surtout été le cas de Hong Kong, Chine, de la Turquie et du Venezuela entre juin 1997 et septembre 1998. Le ralentissement prévu de leur économie est probablement dû en partie au fait que leurs exportations ont souffert de cette évolution du taux de change effectif réel.

Lorsque la croissance économique se ralentit, il en va de même du commerce mondial. Selon les estimations de l'OMC, le commerce mondial n'a augmenté que de 4 pour cent en 1998, contre plus de 8 pour cent en 1997 (voir également le tableau III.3 au chapitre précédent). La crise et les modifications des taux de change ont aussi une incidence notable sur la balance courante de certains pays. L'amélioration globale du solde des opérations courantes dans les cinq pays asiatiques touchés par la crise est estimée à 100 à 150 milliards de dollars EU pour 1998 (Zhang et Cline, 1998).

Nous avons vu que les pays asiatiques n'ont pas opté pour le protectionnisme, de même que, jusqu'à présent, les pays qui absorbent le plus gros de leurs exportations. Mais les politiques commerciales risquent de ne pas rester aussi favorables qu'elles semblent l'avoir été en 1997 et 1998 si les principaux marchés ne résistent pas aux pressions protectionnistes. Dans le passé, les mesures antidumping ont été la principale mesure de protection conditionnelle employée contre l'Asie du Sud-Est, et les cinq pays touchés par la crise continuent d'en ressentir les effets. Le tableau IV.9 montre qu'entre 12 et 20 pour cent des enquêtes

⁴¹ Elle peut s'expliquer par les contrats commerciaux passés avant la crise (qui doivent être exécutés, même à un taux de change moins favorable) et par une faible élasticité des importations en provenance des États-Unis (courbe en J), qui signifie qu'elles ne réagissent pas sensiblement aux variations des taux de change. Ce peut être le cas, par exemple, quand il est impossible de faire appel à des fournisseurs d'autres pays pour des produits comme les machines ou les pièces détachées.

Tableau IV.9: Enquêtes antidumping ouvertes contre les exportateurs d'Indonésie, de la République de Corée, de la Malaisie, des Philippines et de la Thaïlande (Asie des Cinq), 1993-1997

	1993	1994	1995	1996	1997	1998 ¹
Union européenne	6	11	14	4	8	4
États-Unis	2	7	1	1	3	6
Asie et Océanie	13	6	9	17	17	10
Amérique latine	12	3	6	3	2	3
Autres	4	4	2	4	5	10
Total	35	29	30	28	33	33
Proportion de l'ensemble des enquêtes ouvertes dans le monde	12,4	13,6	20,5	13,1	15,0	15,1
<i>Pour mémoire:</i>						
Part des exportations de marchandises mondiales revenant à l'Asie des Cinq	5,8	6,1	6,3	6,4	6,5	6,4

Source: Secrétariat de l'OMC; Miranda, Torres, Ruiz, 1998.

¹ Chiffres préliminaires calculés sur la base des enquêtes ouvertes par six pays industriels et 20 pays en développement.

antidumping réalisées dans les années 90 ont visé l'Indonésie, la République de Corée, la Malaisie, les Philippines et la Thaïlande, ce qui représente deux à trois fois plus que leur part des échanges mondiaux. Entre 1996 et 1997, le nombre de plaintes a augmenté de 20 pour cent, avant de se stabiliser apparemment en 1998. Mais ce chiffre total cache certaines disparités intrarégionales: si le nombre de plaintes contre la Thaïlande et l'Indonésie a diminué, la République de Corée a constaté une forte hausse du nombre d'enquêtes visant ses exportateurs et a été la cible des deux tiers des enquêtes engagées contre l'Asie des Cinq en

1998. Certaines de ces enquêtes (dans le secteur de l'acier, par exemple) ont été très médiatisées et ont mis en lumière la menace protectionnisme.

Tous les observateurs ont mis en garde contre le fait qu'une fermeture des marchés aux exportations des pays en crise nuirait à leur capacité de rembourser leur dette et de sortir de la crise. Il est presque certain qu'une prolongation de la crise en Asie entraînerait de nouveaux problèmes économiques et financiers dans le monde et y provoquerait un ralentissement de la croissance et une aggravation du chômage.

V. Le commerce, les finances et le rôle de l'OMC

Les chapitres précédents nous ont montré qu'il existe plusieurs liens importants entre le commerce et le système financier. Premièrement, le crédit et plusieurs instruments financiers liés au commerce sont indispensables à la santé des échanges internationaux. Un système financier bien développé peut fournir des services susceptibles de réduire le coût et les risques des échanges internationaux. Deuxièmement, des systèmes financiers bien développés et ouverts, assortis d'un environnement macro-économique stable et d'un cadre réglementaire approprié, résistent aussi mieux aux chocs économiques et financiers, et sont donc moins exposés aux crises financières. Ces dernières peuvent avoir de graves répercussions sur l'économie et le commerce, comme l'ont montré les études de cas du chapitre précédent, mais ces études ont aussi montré que le commerce et l'accroissement des exportations constituent souvent un facteur-clé du règlement d'une crise. Il va sans dire qu'il ne suffit pas d'un cadre financier qui fonctionne bien pour que le commerce soit florissant: il faut aussi que les marchés internationaux soient ouverts.

C'est en ayant à l'esprit ces interactions importantes entre le commerce et les finances que nous analysons brièvement dans le présent chapitre le rôle joué par le système commercial multilatéral, premièrement en limitant les distorsions commerciales engendrées par les interventions de l'État dans le système financier, et, deuxièmement, en promouvant des politiques commerciales propices à la stabilité financière. La première partie porte donc sur les disciplines de l'OMC concernant les restrictions visant les paiements et transferts internationaux, le commerce des services financiers, la pratique de taux de change multiples et les subventions à l'exportation. La seconde partie traite, premièrement, de la contribution d'un système commercial multilatéral fondé sur des règles au renforcement de la stabilité financière par le biais de politiques commerciales plus prévisibles, et, deuxièmement, de la contribution de la libéralisation des services financiers à la stabilité financière en particulier.

A. Distorsions des échanges attribuables aux liens entre commerce et finances, et disciplines de l'OMC

Les échanges peuvent être faussés par le système financier du fait de diverses politiques publiques. Nous examinons ci-après quatre types de politiques qui peuvent entraîner des distorsions: les restrictions appliquées aux paiements et transferts, les restrictions visant les fournisseurs étrangers de services financiers, les politiques de taux de change multiples et les subventions à l'exportation. À titre de rappel général, signalons que les politiques restrictives (limitation des possibilités d'accès et mesures discriminatoires) créent des distorsions qui concernent l'OMC quand elles modifient les conditions de la concurrence. Les politiques de ce type ne s'appuient pas nécessairement sur une loi; elles peuvent aussi être mises en œuvre au moyen de décrets ou résulter de certaines pratiques.

Restrictions visant les paiements et transferts liés au commerce

Les restrictions visant le commerce ainsi que les paiements et transferts liés au commerce sont interdits par le GATT (de façon générale), et par l'AGCS (quand des engagements spécifiques sont pris) sauf dans le cas de graves difficultés de balance des paiements

Les efforts de libéralisation des échanges peuvent être réduits à néant si les importateurs ou les exportateurs ne peuvent effectuer les paiements et transferts financiers qui vont de pair avec leurs activités (le risque politique, traité au chapitre II). L'article XI:1 de l'AGCS prend ce risque en considération en interdisant l'application de restrictions aux transferts et paiements internationaux concernant les transactions courantes ayant un rapport avec les engagements spécifiques pris par un Membre en matière de commerce des services. Toutefois, l'AGCS autorise l'utilisation de mesures de change conformes aux Statuts du FMI (article XI:2). Dans la même veine, l'article XV:4 du GATT dit que «les parties contractantes s'abstiendront de toute mesure de change qui irait à l'encontre de l'objectif des dispositions du présent accord» concernant le commerce des marchandises, et l'article XV reconnaît aussi la compétence du FMI à l'égard des mesures de change qui visent les transactions courantes. Les articles XII ou XVIII:B autorisent l'application de restrictions (et non de mesures de change) au commerce de marchandises dans le cas d'un grave déséquilibre de la balance des paiements. Dans des circonstances comparables, l'article XII de l'AGCS permet à un Membre d'«adopter ou maintenir des restrictions au commerce de services pour lesquels il aura contracté des engagements spécifiques, y compris aux paiements ou transferts pour les transactions liées à de tels engagements», tant qu'elles sont conformes aux statuts du FMI.

Restrictions visant le financement des échanges

La fourniture par des établissements étrangers de services de financement des échanges est subordonnée aux engagements spécifiques pris par les Membres de l'OMC en cette matière

L'accès aux services de financement des échanges et les conditions de ce financement ont une influence importante sur le commerce. La limitation de l'accès à ces services et leur coût élevé sont assimilables à une taxe implicite sur les activités commerciales. L'ouverture du marché aux services financiers internationaux peut réduire le coût du financement des échanges (Kono *et al.*, 1997).

Les services financiers qui participent au financement des échanges entrent dans la définition que l'annexe de l'AGCS donne des services financiers. La fourniture internationale de services financiers dépend des engagements pris dans le cadre de l'AGCS (y compris des résultats des négociations menées depuis décembre 1997), qui est entré en vigueur en mars 1999. Les

engagements spécifiques pris par les Membres déterminent le degré minimal de concurrence internationale qui est permis pour la fourniture de services financiers (prêts pour le financement des échanges, garanties, crédit-bail, affacturage, opérations de couverture). Dans la mesure où les pays ont pris des engagements dans ces domaines, les fournisseurs étrangers de ces services bénéficient d'un accès aux marchés et ont droit au traitement national, et les négociants peuvent profiter de marchés ouverts et de coûts réduits. Cependant, l'absence d'engagements ne signifie pas que la fourniture internationale de services financiers est interdite; les pays peuvent toujours opter pour des politiques plus libérales que celles impliquées par leurs engagements, ce que plusieurs pays ont d'ailleurs fait.

Politiques de taux de change, taux de change multiples et allocation de devises

La pratique de taux de change multiples et le rationnement des devises sont autorisés à condition de ne présenter aucun caractère discriminatoire

Il a aussi été constaté que les politiques de taux de change et d'allocation de devises constituent un aspect important des liens entre commerce et finances. Globalement, ces politiques sortent du cadre de l'OMC, sauf si elles contreviennent à l'article XI de l'AGCS et à l'article XV du GATT, cités plus haut. De plus, si les mécanismes d'application de taux de change multiples et d'allocation de devises revêtent un caractère discriminatoire ou donnent lieu à un traitement discriminatoire des importations provenant de différents pays, ils enfreignent le principe de la nation la plus favorisée (article premier du GATT et article II de l'AGCS). En d'autres termes, l'application de taux de change défavorables aux importations de certains Membres de l'OMC seulement pourrait être considérée comme une infraction à ces articles.

La discrimination peut exister non seulement en droit, mais aussi de fait. Si un pays, par exemple, applique un taux de change défavorable aux importations de certains biens et services vendus uniquement par un pays donné, on peut soutenir que ce pays subit une discrimination de fait.

Subventions fournies par le truchement du système financier

L'Accord sur les subventions interdit les subventions à l'exportation pour le commerce des marchandises, et établit par conséquent des disciplines strictes pour les crédits à l'exportation, les garanties et autres services de financement des échanges

Le subventionnement du commerce des marchandises par le truchement du système financier est assujéti à des disciplines rigoureuses dans le cadre de l'OMC en vertu de l'Accord sur les subventions et les mesures compensatoires (Accord SMC). Aux termes de l'article premier, une subvention est réputée exister dans le cas d'une contribution financière des pouvoirs publics ou de tout organisme public du ressort territorial d'un Membre qui

confère un avantage. Parmi les formes de contributions financières précisées à l'article premier, on trouve les «transferts directs de fonds», y compris les prêts et les «transferts directs potentiels de fonds», dont les garanties de prêt. En outre, les «organismes publics du ressort territorial d'un Membre» peuvent être des établissements financiers détenus ou contrôlés par l'État. En conséquence, les disciplines prévues par l'Accord SMC s'appliquent aux subventions fournies par le truchement du système financier.

L'Accord SMC interdit deux catégories de subventions: les subventions à l'exportation et les subventions subordonnées à l'utilisation de produits nationaux de préférence à des produits importés (sous réserve du traitement spécial et différencié accordé aux pays en développement et en transition Membres). L'article 3.1 a) de l'Accord renvoie à une Liste exemplative de subventions à l'exportation qui sont prohibées. Il ressort clairement de cette liste que certaines pratiques financières donnent lieu à des subventions à l'exportation qui sont prohibées. Le point j) de la Liste exemplative établit que la mise en place par les pouvoirs publics de programmes d'assurance ou de garantie de crédits à l'exportation constitue une subvention à l'exportation prohibée quand les taux de primes sont insuffisants pour couvrir, à longue échéance, les frais et les pertes encourues au titre de la gestion de ces programmes. Selon le premier alinéa du point k), les crédits à l'exportation constituent des subventions à l'exportation prohibées quand ils sont octroyés à des taux inférieurs à ceux que l'État doit payer pour emprunter. Le second alinéa exempté de l'interdiction des subventions à l'exportation les pratiques en matière de crédits à l'exportation qui sont conformes aux dispositions relatives aux taux d'intérêt contenues dans l'Arrangement de l'OCDE sur les crédits à l'exportation et les garanties de crédits à l'exportation bénéficiant d'un soutien public.⁴²

La plupart des autres subventions spécifiques, y compris celles octroyées par le biais du système financier, peuvent être contestées à l'OMC si elles portent préjudice à un autre Membre. De plus, un Membre peut appliquer des mesures compensatoires aux importations qui bénéficient de subventions prohibées ou pouvant donner lieu à une action. À cet effet, l'article 14 de l'Accord SMC dispose que les pratiques commerciales ou les conditions du marché doivent servir de référence pour déterminer la valeur de l'avantage conféré au bénéficiaire d'un prêt ou d'une garantie de prêt.

La majorité des pays en développement ont jusqu'à 2003 pour rendre leurs dispositifs de financement des exportations conformes aux règles de l'OMC

Enfin, il convient de noter que, jusqu'en 2003, tous les pays en développement Membres échappent à l'interdiction des subventions à l'exportation à condition qu'ils respectent certaines conditions. Les pays les moins avancés ne sont actuellement pas visés par cette interdiction, et cela pour une durée illimitée, alors que les pays visés à l'annexe VIIb de l'Accord SMC y échappent tant que leur PIB n'atteint pas 1 000 dollars EU par an. En 2003, la plupart des pays en développement devront avoir mis en place un régime compatible avec les règles de l'OMC. Beaucoup de

⁴² Voir OCDE (1998a et b) et l'inventaire des régimes de financement du crédit à l'exportation adoptés par les membres de l'OCDE.

pays industriels ont déjà un régime conforme, ce qui n'empêche pas l'État d'intervenir dans le financement des exportations. Il est donc très important que les pays en développement commencent rapidement à adapter leur régime pour éviter les conflits.

Des disciplines spécifiques s'appliquent au commerce des produits agricoles; des disciplines sur les subventions discriminatoires dans le domaine des services sont intégrées dans l'article XVII de l'AGCS

L'octroi de subventions à l'exportation de produits agricoles dans le cadre de l'OMC est régi par les dispositions de la Partie V et de l'article 3:3 de l'Accord sur l'agriculture. L'article 3:3 interdit à tous les Membres de l'OMC de recourir aux six grandes catégories de subventions à l'exportation au-delà des éventuels niveaux d'engagement de réduction concernant les quantités par produit et les dépenses budgétaires qui sont spécifiés dans leur liste. Ces subventions sont définies à l'article 9.1 de l'Accord. L'utilisation des subventions visées à l'article 9.1 est interdite pour tout produit agricole non inscrit sur la liste des Membres comme faisant l'objet d'un engagement de réduction. Une exception temporaire et conditionnelle a été prévue pour les pays en développement à l'égard de deux types de subventions visées à l'article 9.1 (subventions octroyées pour réduire les coûts de transport et de commercialisation).

En vertu de l'article 10 de l'Accord, les subventions à l'exportation non mentionnées à l'article 9.1 sont assujetties à des règles de prévention du contournement des engagements. En d'autres termes, ces «autres» subventions à l'exportation sont autorisées mais strictement dans la limite des niveaux d'engagement de réduction inscrits dans la liste. L'article 10.2 prévoit l'élaboration de disciplines précises pour régir l'octroi de crédits à l'exportation, de garanties ou de programmes d'assurance. Les négociations sur ce point n'ont pas encore abouti. En attendant, les subventions à l'exportation des produits agricoles et les dispositifs assimilés peuvent être utilisés dans les limites des engagements de réduction par produit; au-delà, ils sont prohibés ou assujettis aux disciplines prévues à l'article 10.1 pour éviter le contournement.

Pour comprendre les disciplines visant les subventions à l'exportation dans le domaine du **commerce des services**, il faut distinguer les subventions discriminatoires et non discriminatoires. L'article XVII (Traitement national) de l'AGCS s'applique à toute mesure discriminatoire envers des fournisseurs étrangers, y compris les subventions, si le pays a pris des engagements dans les secteurs concernés. L'octroi de subventions discriminatoires au seul bénéfice de fournisseurs de services d'origine nationale contrevient donc à l'article XVII, sauf si le pays Membre a inscrit sur sa liste des limitations à cet égard. Les subventions qui font la distinction entre deux fournisseurs de services étrangers contreviennent à la clause NPF de l'article II sauf si le pays a prévu une exemption dans la liste des exemptions du traitement NPF. Ainsi qu'on l'a dit, la notion de discrimination au sens des articles II et XVII couvre les actes discriminatoires en droit et en fait.

Pour l'instant, les subventions non discriminatoires ne font pas l'objet de disciplines. Les Membres de l'OMC peuvent

octroyer des subventions à des fournisseurs de services sous la forme de prêts, de garanties ou de dons, à condition qu'elles ne soient pas discriminatoires, indépendamment de l'objectif visé. Un groupe de travail de l'OMC est en train d'examiner dans quelle mesure les subventions faussent le commerce et si des disciplines s'imposent également dans ce domaine.

B. Le système commercial multilatéral et la stabilité financière

Effets des principes de base de l'OMC sur la stabilité financière

Le système commercial multilatéral, fondé sur des règles non discriminatoires, améliore la prévisibilité des politiques et aide donc à prévenir et régler les crises financières

Après la grande dépression, fruit de graves erreurs politiques, dont le protectionnisme, les fondateurs de l'ordre économique qui a suivi la seconde guerre mondiale ont fait du système commercial multilatéral l'une de ses pierres angulaires (OMC, 1998a). Les éléments fondamentaux du système commercial multilatéral qui repose sur l'OMC contribuent non seulement au développement des échanges et à la prospérité dans le monde, mais aussi à la stabilité financière.

La contribution du système commercial multilatéral au maintien de la stabilité financière et au règlement des crises financières tient essentiellement à la garantie de politiques commerciales prévisibles et d'une ouverture croissante des marchés. Comme nous l'avons expliqué, les effets positifs de la prévisibilité des politiques commerciales sur le système financier sont indirects. Ils passent par la préservation de la santé financière des entreprises et par la protection du système bancaire contre les prêts improductifs. La mise en place inattendue d'obstacles au commerce peut mettre les exportateurs en difficulté financière, surtout s'ils sont extrêmement tributaires de l'exportation. Les difficultés financières se propagent des entreprises aux banques qui leur ont consenti des prêts. Si le protectionnisme se propage à plusieurs grandes nations commerçantes par des mesures de rétorsion, on peut s'attendre à des conséquences marquées sur les termes de l'échange, le ralentissement de la demande provoqué par le protectionnisme faisant baisser les prix mondiaux. La situation financière des exportateurs (mais aussi celle des producteurs non exportateurs, probablement) va s'en ressentir. Nous avons vu, au chapitre précédent, combien les effets néfastes du protectionnisme sur les termes de l'échange et les marchés ont été importants pendant la grande dépression. En renforçant l'ouverture des marchés, le système commercial multilatéral apporte aussi une aide aux pays qui misent sur l'expansion des exportations pour surmonter une crise financière.

Cinq éléments du système de l'OMC contribuent à la prévisibilité des politiques commerciales et à l'ouverture des marchés. Premièrement, les Membres de l'OMC se sont engagés à ne pas augmenter les obstacles au commerce (droits sur le commerce des marchandises et certaines restrictions quantitatives visant le commerce des services) au-delà d'un plafond inscrit sur les listes tarifaires annexées au GATT et les listes d'engagements spécifiques annexées à l'AGCS. Ce plafonnement des obstacles au

commerce ajoute à la prévisibilité des politiques commerciales. Les nouveaux accords conclus dans les domaines de la propriété intellectuelle ou des obstacles techniques ont globalement le même objectif, qui est de rendre plus prévisible l'environnement commercial.

Deuxièmement, le principe de non-discrimination améliore aussi la prévisibilité des politiques commerciales. Il protège notamment les petits pays dont le pouvoir de négociation est réduit, évite la formation de coalitions opportunistes et limite les coûts de négociation. L'absence de ce principe lors des négociations internationales antérieures à la seconde guerre mondiale a fait que les politiques commerciales étaient moins prévisibles et plus difficiles à libéraliser (OMC, 1998a).

Troisièmement, le fait que le fonctionnement de l'OMC est fondé sur des règles ajoute à la prévisibilité, car il est coûteux de revenir sur des règles de l'OMC qui ont acquis le statut de lois internationales. Des mesures de protection conditionnelle sont autorisées grâce, par exemple, au mécanisme de sauvegardes et aux dispositions antidumping du GATT. Ces dispositions créent un élément d'incertitude mais, étant elles-mêmes fondées sur des règles, elles subordonnent le rétablissement de mesures restrictives à certaines conditions.⁴³ Grâce à des procédures élaborées qui permettent de se faire entendre et de se défendre dans les enquêtes antidumping et en matière de sauvegardes, il est moins facile qu'avant l'époque du multilatéralisme de prendre des mesures protectionnistes.⁴⁴

La libéralisation progressive augmente les revenus et le mécanisme de règlement des différends empêche les conflits commerciaux

Quatrièmement, l'obligation d'engager une libéralisation progressive (mise en pratique dans sept cycles de négociations et prévue dans la partie 4 de l'AGCS) favorise la stabilité financière. Elle encourage les dirigeants à chercher à tirer parti de l'ouverture des marchés internationaux plutôt qu'à miser sur la protection des marchés nationaux. L'échange de concessions au niveau multilatéral permet parfois aux pays de libéraliser leur marché, même contre une forte opposition protectionniste. Autrement dit, les négociations pour une libéralisation progressive favorisent une augmentation des revenus en faisant pencher la balance du côté du commerce et de la croissance (OMC, 1998a). À mesure que les marchés s'ouvrent et que les entreprises découvriront des moyens d'augmenter leurs bénéfices, leur solidité financière s'en trouvera aussi probablement améliorée.

Enfin, la solution apportée par le système commercial multilatéral avec le mécanisme de règlement des différends limite les risques de conflits commerciaux pouvant entraîner des mesures de protection et de rétorsion. Cela se traduit là encore par une meilleure prévisibilité des politiques et une meilleure stabilité financière.

⁴³ Voir les articles VI (antidumping) et XIX (sauvegardes) du GATT. Dans le secteur des services, les négociations sur les sauvegardes se poursuivent.

⁴⁴ Les dispositions antidumping sont très critiquées (voir, par exemple, Finger (1993); Miranda, Torres et Ruiz (1998) qui ont recueilli des données dans le monde entier). On leur reproche surtout de protéger des groupes d'intérêts puissants et de ne pas tenir suffisamment compte du coût découlant de la hausse des prix provoquée par les mesures de protection et de l'inefficience.

On peut en conclure qu'il est capital de maintenir le système commercial multilatéral fondé sur l'OMC pour renforcer la stabilité financière, laquelle est elle-même essentielle au développement des échanges. Une libéralisation accrue du commerce des biens et des services est possible dans beaucoup de domaines. De nombreux observateurs demandent aussi une restriction et un contrôle rigoureux des mesures de protection conditionnelle pour que la prévisibilité des politiques ne soit pas diminuée par l'abus des «souples de sûreté». On peut néanmoins soutenir, sans grand risque de se tromper, qu'en l'absence du système commercial multilatéral, une protection accrue des échanges aurait prolongé beaucoup de crises financières, augmenté les risques de défaillance des débiteurs et aggravé les répercussions des crises dans le monde.

Le commerce des services financiers, la stabilité financière et le rôle de l'OMC

Utilité d'un système financier bien développé et ouvert pour le financement des échanges

Le secteur qui influe le plus directement sur le financement des échanges et la stabilité financière est le commerce des services financiers. Celui-ci a d'énormes retombées positives en favorisant l'efficacité et le développement des systèmes financiers. Nous avons indiqué que le commerce des services financiers encourage le transfert de compétences et de connaissances, fait baisser les coûts et favorise l'innovation financière. De meilleurs systèmes de gestion des risques, une utilisation plus étendue d'instruments financiers diversifiés, la diversification internationale des risques et la maîtrise de nouvelles compétences contribuent au renforcement des institutions et à la transparence des marchés et peuvent améliorer la gestion macro-économique. Tous ces facteurs améliorent l'intermédiation financière, ce qui devrait aussi avoir pour effet de réduire les coûts et d'améliorer l'offre de services de financement des échanges.

Des systèmes financiers ouverts et bien développés peuvent limiter les retombées négatives des crises financières, mais une libéralisation non accompagnée du cadre institutionnel approprié peut accentuer l'instabilité financière

Il importe aussi de noter que les bouleversements entraînés par les crises financières dans l'économie et dans le commerce seront probablement moins graves si le système financier est bien développé et ouvert sur le monde (toutes choses étant égales par ailleurs). En pareil cas le marché des changes reste généralement liquide même pendant une crise, ce qui limite l'instabilité des taux de change, et on est généralement mieux informé sur la solvabilité des emprunteurs. Cela devrait aider à freiner les comportements grégaires qui résultent de l'asymétrie de l'information, et aider les producteurs financièrement sains à obtenir plus facilement des crédits pour leurs opérations commerciales. L'ouverture du marché et la fiabilité de l'information facilitent aussi le recours à des fournisseurs de services étrangers en cas

de raréfaction du crédit. Il est plus probable que les agences de crédit à l'exportation ou de garantie continueront de financer ou de cautionner les transactions avec les pays en crise si le secteur financier est bien développé et transparent.

Toutefois, des études antérieures ont aussi montré que les gains d'efficience résultant de la libéralisation du secteur financier ont parfois pour prix une perte de stabilité financière (Kono *et al.*, 1997; Demirguc-Kunt et Detragiache, 1998). Les avantages de la libéralisation ne peuvent être optimisés (et ses retombées sur la stabilité être réduites au minimum) que si elle s'effectue dans un cadre institutionnel approprié, caractérisé notamment par la stabilité macro-économique et une réglementation adaptée. Sinon, la libéralisation conjuguée à la volatilité des mouvements de capitaux internationaux peut accentuer l'instabilité financière.⁴⁵

L'AGCS ne limite en rien la compétence des pays en matière de gestion macro-économique, ni leurs moyens de réglementation et de supervision prudentielles, mais encadre certaines autres formes de réglementation

Quatre aspects de l'action des pouvoirs publics déterminent les avantages susceptibles d'être retirés d'une libéralisation du commerce des services financiers. Nous avons mentionné l'importance d'une bonne gestion macro-économique. Cet aspect n'entre pas dans le cadre de l'AGCS et le système commercial multilatéral n'entraîne pour les pays aucune contrainte quant à la politique macro-économique qu'ils mènent. Les engagements pris au titre de l'AGCS ne limitent pas non plus les activités de réglementation et de supervision prudentielles, mais ces dernières ne doivent pas servir à se soustraire à des engagements et des obligations découlant de l'Accord (Kono *et al.*, 1997). Voici ce que dit le paragraphe 2 a) de l'annexe de l'AGCS sur les services financiers:

«Nonobstant toute autre disposition de l'Accord, un Membre ne sera pas empêché de prendre des mesures pour des raisons prudentielles, y compris pour la protection des investisseurs, des déposants, des titulaires de polices ou des personnes à qui un droit de garde est dû par un fournisseur de services financiers, ou pour assurer l'intégrité et la stabilité du système financier.»

Nous avons vu plus haut que les gouvernements emploient aussi d'autres types de réglementation. L'AGCS ne conteste pas les objectifs d'une telle réglementation. Si cette dernière n'est pas discriminatoire, et si elle ne restreint pas l'accès des fournisseurs étrangers au marché, elle entre dans le champ de l'article VI de l'AGCS, qui vise à éviter que les mesures de réglementation ne constituent «des obstacles non nécessaires au commerce» en exigeant qu'elles soient fondées sur des critères objectifs et transparents, qu'elles ne soient pas plus rigoureuses qu'il n'est nécessaire pour assurer la qualité du service et que les

procédures d'agrément ne constituent pas une restriction à la fourniture du service.

L'AGCS favorise une libéralisation progressive des services financiers. Une libéralisation des types de services financiers qui favorisent le développement des institutions et une structure «équilibrée» des mouvements de capitaux est à recommander, même dans les pays qui ne peuvent libéraliser immédiatement toutes les formes de commerce des services financiers

La libéralisation prévue par l'AGCS a pour but une suppression progressive des obstacles au commerce dans le domaine des services financiers. Vu les considérations que nous avons exposées, les pays ayant un cadre institutionnel adapté n'ont rien à craindre d'une large libéralisation touchant les différents instruments de financement et modes de fourniture, compte tenu des énormes avantages à en attendre.⁴⁶ En revanche, les pays dont le cadre institutionnel est moins favorable préféreront peut-être procéder de façon plus prudente. Des recherches récentes montrent que certaines mesures de libéralisation peuvent être utiles, même si le cadre institutionnel est déficient et qu'elles peuvent contribuer à renforcer la stabilité financière (Kono et Schuknecht, 1998).

Contrairement à ce que certains craignent, le commerce des services financiers peut être un facteur de stabilité financière, en favorisant le développement des établissements financiers et en redressant la structure des mouvements de capitaux. Si un pays pense que son cadre réglementaire et macro-économique ne permet pas une libéralisation complète des services financiers pour tous les modes de fourniture, cela ne doit pas l'empêcher nécessairement de songer à accepter la présence commerciale des fournisseurs de services étrangers (commerce en mode 3). La fourniture de services étrangers par le biais d'une présence commerciale favorise la transparence et le développement des marchés davantage que les échanges transfrontières et constitue donc un meilleur facteur de stabilité. En outre, elle a des chances de modifier la structure des mouvements de capitaux. Elle entraîne un développement du marché des obligations et améliore l'information, ce qui permet de vendre un large éventail de titres de créance dont les échéances seront plus équilibrées. Autrement dit, la dette extérieure comprendra probablement une part moins importante de prêts à court terme, qui ont aggravé les difficultés financières de nombreux pays dans le passé.⁴⁷

Deuxièmement, plusieurs considérations importantes devraient inciter les pays à s'abstenir de privilégier les prêts dans leurs engagements et à envisager au contraire une libéralisation pour une large gamme d'instruments. Une telle libéralisation est souhaitable parce qu'elle favorise l'utilisation d'instruments financiers plus diversifiés et le développement des marchés financiers, d'où un meilleur équilibre entre les différents instruments de financement extérieur et un meilleur échelonnement des échéances.

⁴⁵ Pour une analyse plus détaillée de ces sujets, voir aussi FMI, *Marchés internationaux de capitaux* (1998), Eichengreen *et al.* (1998) et Johnston, Darbar et Echeverria (1997).

⁴⁶ À cet égard, en théorie, les engagements de libéralisation future peuvent être un bon moyen de promouvoir les autres réformes nécessaires.

⁴⁷ De plus, les engagements pris pour le mode 3 exigent uniquement une libéralisation des entrées de capitaux connexes alors que la libéralisation de la fourniture transfrontières exige une libéralisation de toutes les entrées et sorties de capitaux essentielles.

Les éléments empiriques analysés par Kono et Schuknecht (1998) montrent que la structure et la volatilité des mouvements de capitaux ainsi que la probabilité d'une crise financière dépendent notablement de la stratégie employée par les pays pour libéraliser le commerce des services financiers. Les pays ayant un régime qui restreint la présence commerciale de fournisseurs étrangers et qui privilégient les emprunts au détriment d'autres instruments sont plus exposés à l'instabilité des mouvements de capitaux et aux crises financières. C'est ainsi que la République de Corée et l'Indonésie, par exemple, dont le secteur financier a été le plus gravement touché parmi les cinq pays d'Asie en crise, étaient aussi ceux dont le régime du commerce des services financiers était le moins propice à la stabilité avant 1998.

Enfin, il existe des services financiers, comme la fourniture de renseignements financiers, qui n'entraînent normalement pas de

mouvements de capitaux. On peut libéraliser la fourniture de ces services selon tous les modes sans craintes pour la stabilité financière.

Le choix de la bonne stratégie de libéralisation des services financiers constitue probablement pour beaucoup de pays l'un des principaux défis à relever dans un proche avenir au chapitre de la politique commerciale. Il va falloir que ces pays évaluent soigneusement les engagements qu'ils pourront et devront prendre en matière de libéralisation dans le cadre des nouvelles négociations multilatérales sur le commerce des services, à compter de l'an 2000, et l'analyse qui précède pourra leur apporter quelques indications utiles. Il importe toutefois de bien garder à l'esprit qu'un régime de protection doit constituer uniquement une solution d'attente jusqu'à ce que le cadre institutionnel approprié soit en place et non une solution de facilité.

VI. Conclusion

La présente étude a traité des liens nombreux et souvent complexes qui existent entre le commerce et le secteur financier. Pour que le commerce international s'épanouisse, un système financier efficace est indispensable. Le secteur financier fournit les capitaux essentiels pour les activités commerciales et protège contre les risques liés au commerce. Une crise financière peut s'accompagner de dommages économiques et sociaux considérables, comme l'ont montré les multiples crises survenues depuis la grande dépression. Elle peut porter atteinte au commerce en augmentant le coût des services financiers essentiels et en réduisant l'offre ainsi que, plus indirectement, en faisant baisser la demande globale.

Nous avons examiné le rôle joué par le commerce et la politique commerciale dans la prévention et le règlement des crises financières. Nous avons réfuté l'argument selon lequel une trop grande intégration du commerce provoque des crises financières et justifie donc en réponse une politique protectionniste. L'instabilité financière peut être aggravée, au contraire, par le protectionnisme. Le recours à des mesures de restriction des échanges pendant une crise financière dans le but mal avisé de protéger les producteurs nationaux entraîne des pertes d'efficacité dans le pays, fragilise les exportateurs d'autres pays et peut déclencher des représailles. On sait aujourd'hui que les effets négatifs de la grande dépression sur la production, l'emploi et la stabilité financière dans le monde auraient été beaucoup moins douloureux en l'absence de mesures de protection des échanges.

Des politiques commerciales libérales et prévisibles contribuent non seulement à prévenir les crises (ou du moins à les contenir), mais aussi à les surmonter. Nous avons vu que de nombreux pays ont consolidé leur situation économique et financière en développant les exportations. La leçon de la grande dépression - à savoir que le protectionnisme n'est pas une bonne solution aux crises - semble heureusement avoir été retenue : dans toutes les crises ultérieures que nous avons étudiées, l'ouverture des marchés a été maintenue par les pays en crise et à l'étranger, et la stratégie suivie pour régler la crise a même comporté dans certains cas une importante libéralisation des échanges.

Depuis peu, le rôle joué par le commerce des services financiers et les liens de ce dernier avec les mouvements de capitaux internationaux font l'objet de la plus grande attention. La principale question est de savoir comment libéraliser le commerce des services financiers pour profiter des avantages de la libéralisation (tels qu'un abaissement des coûts et une amélioration de l'offre de crédit et de produits d'assurance) tout en limitant les incidences d'une éventuelle instabilité engendrée par les échanges. Sur ce point, nous avons expliqué que les pays doivent chercher à libéraliser le commerce d'une manière propice au développe-

ment du secteur financier, qui ne fausse pas les mouvements de capitaux et améliore la transparence du système financier tout en renforçant la concurrence et l'efficacité dans le secteur financier.

Le cadre de GATT/de l'OMC est un élément-clé de l'ordre économique postérieur à la seconde guerre mondiale et il contribue à la stabilité financière internationale en créant des conditions d'accès aux marchés qui sont prévisibles, stables et de plus en plus souples. Comme les Membres de l'OMC s'engagent à ne pas dépasser un certain niveau de protection, ils ne sont pas tentés de revenir à des politiques susceptibles d'accentuer la protection et, partant, d'aggraver les crises financières. Bien que l'on ne sache pas exactement en quoi les engagements pris à l'OMC ont directement empêché un retour à des politiques protectionnistes pendant les crises financières, l'absence de réactions de ce type depuis 50 ans est indéniablement attribuable, du moins en partie, aux contraintes imposées par le cadre multilatéral. En outre, ce cadre implique des disciplines importantes pour empêcher que le système financier ne fausse le commerce, notamment en ce qui concerne les subventions à l'exportation, les restrictions visant les paiements et les transferts et les régimes de change discriminatoires qui pourraient avoir sur l'environnement commercial (et indirectement sur la stabilité financière) les mêmes effets négatifs que des mesures protectionnistes classiques comme les droits de douane.

De plus, le cadre de l'OMC garantit un accès aux marchés étrangers pour les pays qui cherchent à sortir d'une crise en développant les exportations, ce qui les aide à relancer leur économie, à réduire le chômage et d'autres coûts sociaux des crises et à rembourser leur dette. Les négociations qui aboutissent à une consolidation des règles commerciales et à une plus grande ouverture des marchés contribuent aussi à limiter la gravité et la fréquence des crises financières.

Le cadre de l'OMC constitue un outil par lequel les pays s'engagent, d'une manière juridiquement contraignante, à libéraliser le commerce des services financiers. Si la stratégie adoptée à cette fin le permet, le coup de fouet donné aux échanges peut favoriser à la fois la croissance économique et la stabilité financière. À cet égard, des recherches plus poussées sur la «bonne» stratégie de libéralisation à adopter sont à souhaiter. Enfin, les crises survenues récemment et l'incidence des services financiers et des mouvements de capitaux internationaux sur le commerce ont montré une fois encore que l'on ne peut séparer le système commercial multilatéral d'autres questions économiques d'ordre national et international, comme la réglementation prudentielle, la stabilité macro-économique, et l'architecture du système financier international. Les nombreux liens qui existent entre commerce et finances exigent une coopération étroite entre l'OMC et les autres institutions économiques internationales.

Bibliographie:

- Adams, C., D.J. Mathieson, G. Shinasi and B. Chadha (1998) *International Capital Markets. Developments, Prospects, and Key Policy Issues*, Washington D.C.
- Allen, D.E., S. Carse and K. Fujio (1987) «Trade Financing Procedures in Britain and Japan», *Applied Economics*, 19:711-728.
- Archibald, R. and D. Feldman (1998) «Investment During the Great Depression: Uncertainty and the Role of the Smoot-Hawley Tariff», *Southern Economic Journal*, vol. 64, 857-879.
- Bacchetta, P. and E. Van Wincoop (1998) «Capital Flows To Emerging Markets: Liberalization, Overshooting, and Volatility», NBER Working Paper 6530.
- Baliño, Tomas (1991) «The Argentine Banking Crisis of 1980», in V. Sundarajan and T. Baliño (eds.) *Banking Crises: Cases and Issues*, Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Baliño, Tomas and Charles Enoch (1997) «Currency Board Arrangements: Issues and Experiences», Washington D.C.: International Monetary Fund Occasional Paper No. 151.
- Bank of International Settlements (1997) «Core Principles for Effective Banking Supervision», Basel: Basle Committee on Banking Supervision.
- Bank of International Settlements (1998a) «Operational Risk Management», Basle: Basle Committee on Banking Supervision.
- Bank of International Settlements (1998b) «Enhancing Bank Transparency», Basel: Basle Committee on Banking Supervision.
- Bank of International Settlements (1998c) «Supervision of Financial Conglomerates», Basel: Joint Forum on Financial Conglomerates.
- Bank of International Settlements (1998d) «Summary of Reports on the International Financial Architecture», Basle: BIS The Working Groups on Transparency and Accountability, Strengthening Financial Systems, and on International Financial Crises.
- Bank of International Settlements (1998e) «Annual Report», Basel.
- Bernanke, B. and H. James (1991) «The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison», in Hubbard, R.G. (ed.) *Financial Markets and Financial Crises*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 33-68.
- Bernard, J. (1971) «Trade and Finance in the Middle Ages, 900-1500», in *The Fontana Economic History of Europe: The Middle Ages*.
- Borish, M. and F. Montes-Negret (1998) «Restructuring Distressed Banks in Transition Economies: Lessons from Central Europe and Ukraine», in Caprio, G., W. Hunter, G. Kaufmann and D. Leipziger (eds.) *Preventing Bank Crises. Lessons from Recent Global Bank Failures*, Washington D.C.: The World Bank.
- Blaine, M. (1998) «Déjà Vu All Over Again: Explaining Mexico's 1994 Financial Crisis», *The World Economy*, 21: 31-56.
- Capie, F. (1983) «Depression and Protectionism. Britain Between the Wars», London: George Allen & Unwin.
- Cargill, T., M. Hutchison, T. Ito (1998) «The Banking Crisis in Japan», in Caprio, G., W. Hunter, G. Kaufmann and D. Leipziger (eds.) *Preventing Bank Crises. Lessons from Recent Global Bank Failures*, Washington D.C.: The World Bank.
- Caprio, G. and D. Klingebiel (1996a) «Bank Insolvencies. Cross-Country Experience», World Bank Policy Research Working Paper 1620.
- Caprio, G. and D. Klingebiel (1996b) «Bank Insolvency: Bad Luck, Bad Policy or Bad Banking?» in Bruno, M. and B. Pleskovic (eds.) *Annual World Bank Conference on Development Economics 1996*, Washington D.C.: The World Bank.
- Claessens, Stijn, Asli Demirguc-Kunt, and Harry Huizinga (1998) «How Does Foreign Entry Affect the Domestic Banking Market», World Bank Mimeo.
- Claessens, Stijn and Tom Glaessner (1997) «Internationalization of Financial Services in Asia», World Bank Mimeo.
- Collier, P. (1998) «Exchange Rate Arrangements during Trade Liberalization», in J. Nash and W. Takacs (eds.) *Trade Policy Reform. Lessons and Implications*. Washington D.C.: The World Bank.
- Collier P. and J. Gunning and Associates (1999) «Trade Shocks in Developing Countries», Oxford: Oxford University Press.
- Crucini, M. and J. Kahn (1996) «Tariffs and Aggregate Economic Activity: Lessons from the Great Depression», *Journal of Monetary Economics*, vol. 38, 427-468.
- Demirguc-Kunt, A. and E. Detragiache (1997) «The Determinants of Banking Crises: Evidence from Developing and Developed Countries», International Monetary Fund Working Paper WP/97/106.
- Demirguc-Kunt, Asli and Enrica Detragiache (1998) «Financial Liberalisation and Financial Fragility», International Monetary Fund Working Paper WP/98/83.
- Dooley, M. (1995) «A Survey of Academic Literature on Controls over International Capital Transactions», NBER Working Paper No. 5352.
- Dornbush, R. and S. Edwards (1994) «Exchange Rate Policy and Trade Strategy», in Bosworth P., R. Dornbush and R. Laban (eds) *The Chilean Economy: Policy Lessons and Challenges*, Washington D.C.: The Brookings Institution.
- Ebrill L., A. Chopra, C. Christofides, P. Mylonas, I. Otker and G. Schwartz (1994) «Poland: The Path to a Market Economy», Washington D.C.: IMF Occasional Paper No.113.

- Edwards, Sebastian (1996) «A Tale of Two Crises: Chile and Mexico», NBER Working Paper No. 5794.
- Eichengreen, B. and P. Masson (1998) «Exit Strategies. Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility», Washington D.C.: IMF Occasional Paper 168.
- Eichengreen, B. and M. Mussa (1998) «Capital Account Liberalization, Theoretical and Practical Aspects», Washington D.C.: IMF Occasional Paper 172.
- Eichengreen, B. and R. Portes (1987) «The Anatomy of Financial Crisis», in R. Portes and A. Swoboda (eds.) *Threats to International Financial Stability*, Cambridge: Cambridge University Press, pp. 10-67.
- Eichengreen, B. and A. Rose (1997) «Staying Afloat When the Wind Shifts: External Factors and Emerging-Market Banking Crises», Mimeo.
- Folkerts-Landau, D. and C.J. Lindgren (1998) «Toward a Framework for Financial Stability», Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Friedman, M. and A. Schwartz (1963) «A Monetary History of the United States, 1867-1960», Princeton: Princeton University Press.
- Francois, J. and L. Schuknecht (1999) «Trade in Financial Services: Pro-Competitive Effects and Growth Performance», forthcoming CEPR and WTO Working Paper.
- Galy, M., G. Pastor and T. Pujol (1993) «Spain: Converging with the European Community», Washington D.C.: IMF Occasional Paper No. 101.
- Goldsborough, D., S. Coorey, L. Dicks-Mireaux, B. Horvath, K. Kochhar, M. Mecagni, E. Offerdal and J. Zhou (1996) «Reinvigorating Growth in Developing Countries: Lessons from Adjustment Policies in Eight Economies».
- Goldstein, M. and P. Turner (1996) «Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options», Basle: BIS Economic Papers No. 46.
- Gonzales-Hermosillo B. and C. Pazarbasioglu (1997) «Determinants of Banking System Fragility: A Case Study of Mexico», IMF Staff Papers 44: 295-314.
- Goodhart, Charles, Philip Hartmann, David Llewellyn, Liliana Rojas-Suarez and Steven Weisbrod (1998) «Financial Regulation. Why, how and where now?» London: Routledge.
- Hartmann, Philipp (1996) «The Future of the Euro as an International Currency, A Transaction Perspective», LSE Financial Markets Group Special Papers No. 91.
- International Monetary Fund (1998) «Recent Economic Developments, Mexico», Washington D.C..
- International Monetary Fund (May, October and December 1997, May and October 1998, and May 1999) *World Economic Outlook* (WEO), Washington D.C.
- International Monetary Fund (1998) «International Capital Markets (ICM)», Washington D.C.: IMF.
- International Trade Centre UNCTAD/WTO (ITC) (1997) «A Guide for Developing and Transition Economies». Geneva: International Trade Centre.
- Japan External Trade Organization (JETRO) (1998) «Asian Currency Crisis and Its Effects on World Trade», Tokyo: JETRO White Paper on International Trade.
- Johnston, B. (1998) «Sequencing Capital Account Liberalizations and Financial Sector Reform». International Monetary Fund PPA/98/8.
- Jung, Karl-Heinz (1998) «Weltweit Aktiv», Frankfurt: Sparkassen Finanzgruppe.
- Kapur, I., M. Hadjimichael, P. Hilbers, J. Schiff and P. Scymczak (1991) «Ghana, Adjustment and Growth, 1983-91», Washington D.C.: IMF Occasional Paper No. 86.
- Kim W. and S.J. Wei (1999) «Foreign Portfolio Investors Before and During a Crisis», Paris: OECD Economics Department Working Papers No. 210.
- Kindleberger, C.P. (1973) «The World in Depression 1929-1939», London: Allen Lane The Penguin Press.
- Kindleberger, Charles P. (1996, 3rd edition) «Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises», Houndmills: Macmillan.
- Kono, M., P. Low, M. Luanga, A. Mattoo, M. Oshikawa, and L. Schuknecht (1997) «Opening Markets in Financial Services and the Role of the WTO», Geneva: World Trade Organization Special Study No. 1.
- Kono, M. and L. Schuknecht (1998) «Financial Services Trade, Capital Flows and Financial Stability», WTO Working Paper ERAD-98-12.
- Lachmann, D., A. Bennett, J. Green, R. Hagemann and R. Ramaswami (1995) «Challenges to Swedish Welfare State», Washington D.C.: IMF Occasional Paper No. 130.
- Laurens, Bernard and Jaime Cardoso (1998) «Managing Capital Flows: Lessons from the Experience of Chile», IMF Working Paper 98/68, Washington DC: International Monetary Fund.
- Levine, R. (1997) «Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda», *Journal of Economic Literature*, 35: 688-726.
- Mishkin, F. (1991) «Asymmetric Information and Financial Crisis: A Historical Perspective», in Hubbard, R.G. (ed.) *Financial Markets and Financial Crises*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 69-108.
- Mishkin, F. (1998a) «The Dangers of Exchange Rate Pegging in Emerging Market Countries», *International Finance*, Vol.1, p. 81-101.
- Mishkin, F. (1998b) «The Economics of Money, Banking, and Financial Markets» (5th ed.) Reading: Addison-Wesley.
- Mishkin, F. (1998c) «International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability», NBER Working Paper 6390.
- Ojeda, R., R. McCleery and F. De Paolis (1997) «The Economy-wide Impact of Financial Liberalization in China and India: A Computable Equilibrium Simulation», Mimeo: North American Integration and Development Center, UCLA.
- Organisation of Economic Cooperation and Development (OECD) (1993) «Systemic Risks in Security Markets» (Paris: OECD).

- Organisation of Economic Cooperation and Development (OECD) (1998a) «Arrangement on Guidelines for Officially Supported Export Credits», Paris: OECD.
- Organisation of Economic Cooperation and Development (OECD) (1998b) «The Export Credit Arrangement. Achievements and Challenges, 1978-1998», Paris: OECD.
- Organisation of Economic Cooperation and Development (OECD) «Les Systèmes de Financement des Crédits à l'Exportation», Paris: OECD.
- Saalvalainen, T., B. Banerjee, M. Lutz, T. Krueger, V. Koen and M. Marrese (1995) «Road Maps of the Transition: The Baltics, The Czech Republic, Hungary and Russia», Washington D.C.: IMF Occasional Paper No. 127.
- Sachs, J. and A. Warner (1995) «Economic Reforms and the Process of Global Integration», Brooking Paper on Economic Activity, 1-118.
- Saint-Etienne, C. (1984) «The Great Depression, 1929-1938: Lessons for the 1980's», Stanford: Hoover Institute Press.
- Salvatore, D. (1998) «Capital Flows, Current Account Deficits, and Financial Crises in Emerging Market Economies», *The International Trade Journal*, vol. 12, pp. 5-22.
- Schadler, S., F. Rozwadowski, S. Tiwari and D. Robinson (1993) «Economic Adjustment in Low Income Countries: Experience Under the Enhanced Structural Adjustment Facility», Washington D.C.: IMF Occasional Paper No. 106.
- Schuknecht, L. (1999) «A Trade Policy Perspective on Capital Flows», *Finance & Development*, 36 (1): 38-41.
- Shome, P. (1995) *Comprehensive Tax Reform: «The Columbian Experience»*, Washington D.C.: IMF Occasional Paper No. 123.
- Stephens, Malcolm (1998a) «Export Credit Agencies, Trade Finance and South East Asia», Washington D.C.: IMF Working Paper WP/98/175.
- Stephens, M. (1998b) «The Balance Between Discipline and Effectiveness», in Organisation of Economic Cooperation and Development (OECD) (1998b) *The Export Credit Arrangement. Achievements and Challenges, 1978-1998*, Paris: OECD.
- United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) (1998) *Trade and Development Report*, Geneva: UNCTAD.
- Velasco, A. (1991) «Liberalisation, Crisis, Intervention: The Chilean Financial System, 1975-85», in V. Sundarajan and T. Baliño (eds.) *Banking Crises: Cases and Issues*, Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Visser, H. and W.J.B. Smits (1997) «A Guide to International Monetary Economics», Cheltenham: Edward Elgar.
- Wolf, H. (1999) «International Asset Price and Capital Flow Comovements during Crisis: The Role of Contagion, Demonstration Effects and Fundamentals», Paper presented at the World Bank/IMF/WTO Conference on Capital Flows, Financial Crises, and Policies, Washington April 1999.
- World Bank (1998) *Global Economic Prospects*, Washington D.C.: World Bank.
- World Bank (1999) «Social Issues Arising From the East Asia Economic Crisis», World Bank Mimeo.
- World Trade Organization (1994a) *Trade Policy Review, Kenya*, Geneva: WTO.
- World Trade Organization (1994b) *Trade Policy Review, Turkey*, Geneva: WTO.
- World Trade Organization (1994/95) *The Results of the Uruguay Round of the Multilateral Trade Negotiations. The Legal Text*, Geneva: WTO.
- World Trade Organization (1998a) *Annual Report*, Geneva.
- World Trade Organization (1998b) *Trade, Welfare and Growth. The Gains from Liberalization*. Geneva: Mimeo.
- Zhang, X. and W. Cline (1998) «Impact of the East Asian Financial Crisis on Trade of Industrial and Emerging Market Economies», International Institute of Economics Research Paper, 98-2.

