

Flux financiers dans l'Est asiatique depuis la crise de 1997¹

Depuis la crise qui a frappé l'Est asiatique il y a six ans, les flux financiers entre cette région et le reste du monde ont sensiblement évolué. Leur nouvelle structure, qui reflète une modification locale et générale des conditions économiques, comporte certaines caractéristiques qui soulèvent d'importantes questions pour les autorités.

Premièrement, les exportations nettes de capitaux de la région atteignent des montants considérables. La demande externe qui a engendré un excédent commercial a, de toute évidence, aidé à surmonter la crise asiatique. En outre, les États-Unis ont également bénéficié des entrées de capitaux correspondantes, qui leur ont permis de financer leur déficit des paiements courants. Toutefois, on voit mal comment l'Est asiatique pourrait continuer d'exporter durablement un tel montant d'épargne, ou comment le déficit américain pourrait se maintenir indéfiniment.

Deuxièmement, la région est engagée dans un processus d'échange de risque à l'échelle internationale, qui a pour effet de rétablir et consolider la situation financière des États et des entreprises tout en rendant les économies locales plus résistantes. Elle y parvient en exportant des capitaux relativement sûrs et en important des capitaux à risque. Autrement dit, elle achète des titres de qualité (obligations émises par les États ou agences paragouvernementales des États-Unis, d'Europe et du Japon) et vend des actifs réels, des actions et des obligations de qualité moyenne ou inférieure. L'une des critiques adressées à ce schéma empêche l'Est asiatique de développer ses propres marchés obligataires.

La présente étude analyse d'abord les sorties *nettes* de capitaux de la région, puis traite des flux *bruts*, pour mettre en évidence l'importation de capitaux plus risqués et l'exportation de capitaux plus sûrs. Une troisième partie aborde les critiques que suscite ce schéma. L'étude souligne ensuite le rôle des flux bruts dans l'augmentation rapide des réserves officielles de change parfois observée récemment. En dernier lieu sont examinées les actions qui pourraient remédier aux éventuelles faiblesses de la structure actuelle des flux de capitaux, notamment : achever la restructuration du

¹ Les points de vue exposés dans le présent article sont ceux de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI.

système bancaire et du secteur des entreprises ; développer à la fois des établissements financiers pour l'investissement à long terme et des marchés obligataires ; moins axer la stratégie de croissance sur les exportations. Une approche constructive de ces défis permettrait à l'économie mondiale de s'orienter vers une configuration plus viable des déficits/excédents des paiements courants et des mouvements de capitaux correspondants.

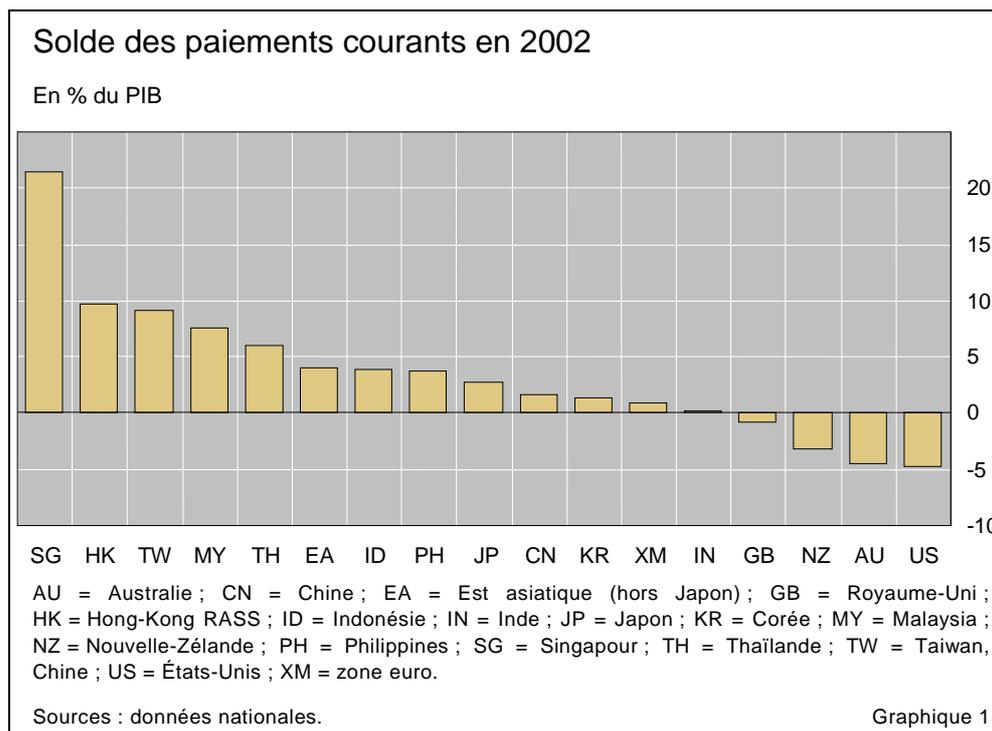
Tendances des flux nets de capitaux

Rétrospectivement, la crise asiatique peut être considérée comme le résultat d'un retrait brutal de capitaux étrangers face à la multiplication des signes de contraction des prix des actifs et de tensions financières au sein des entreprises et des banques. Ce désengagement a contraint la région à combler son déficit courant et à commencer de rembourser ses dettes. En 1995-96, avant la crise, son déficit courant cumulé (hors Chine et Japon) s'établissait à \$28,5 milliards, chiffre qui recouvrait des déficits importants (Malaysia et Thaïlande) ou plus modestes (Corée, Hong-Kong RASS, Indonésie et Philippines), voire des excédents (Singapour et Taiwan, Chine - ci-après Taiwan). Dès 1999-2000, le solde courant de la région était devenu excédentaire de \$88 milliards. Le surplus est resté du même ordre en 2001-02. Si l'on y ajoute les excédents de la Chine et du Japon, il dépasse \$200 milliards (tableau 1). En 2002, dans plusieurs pays de l'Est asiatique, l'excédent courant était encore relativement élevé par rapport au PIB (graphique 1). Du fait de cette accumulation de surplus, certaines économies sont passées du statut de débiteur net à celui de créancier net. La rapidité de

Inversion de plus de \$100 milliards du solde courant de l'Est asiatique ...

Solde des paiements courants			
	1995-96	1999-2000	2001-02
	En milliards de dollars EU		
Japon	87,7	117,4	100,6
Est asiatique (hors Japon)	-24,1	108,8	111,4
Zone euro	50,5	-52,4	21,3
Chine	4,4	20,8	26,4
Taiwan, Chine	8,3	8,6	21,8
Singapour	13,7	16,2	18,3
Hong-Kong RASS	-4,1	8,2	12,1
Corée	-15,8	18,4	7,2
Malaysia	-6,6	10,5	7,3
Indonésie	-7,0	6,9	7,1
Thaïlande	-14,1	10,9	6,9
Philippines	-3,0	8,2	4,4
Inde	-5,8	-3,7	2,5
Nouvelle-Zélande	-3,5	-3,1	-1,6
Australie	-17,5	-18,7	-13,2
Royaume-Uni	-13,9	-30,4	-18,0
États-Unis	-111,8	-351,6	-448,4

Sources : © Consensus Economics ; JPMorgan ; données nationales. Tableau 1



ce retournement met en évidence l'absence de surendettement extérieur de la région avant la crise.

... due au recul des investissements des entreprises

L'inversion du solde courant de l'Est asiatique s'explique dans l'ensemble par le recul des investissements des entreprises dans un contexte de taux d'épargne élevé des ménages. De manière générale, les variations des soldes budgétaires n'ont servi qu'à en atténuer l'ampleur. Au début, les entreprises ont fortement réduit leurs investissements pour faire face à une contraction sensible des capitaux extérieurs disponibles. Au fil du temps, leurs excédents financiers persistants ont reflété une faiblesse de la demande d'investissements liée à l'existence de surcapacités et à leurs efforts pour redresser leur situation financière.

L'excédent est absorbé par la détérioration du déficit courant des États-Unis ...

L'excédent courant de la région s'est accompagné de sorties nettes de capitaux, principalement vers les États-Unis. Certes, ce pays affichait déjà un déficit courant substantiel avant la crise, au moment où le solde agrégé de l'Est asiatique était négatif. Entre 1995-96 et 1999-2000, cependant, le déficit courant américain s'est creusé de \$240 milliards, absorbant l'augmentation de \$116 milliards des exportations nettes de l'Est asiatique (hors Chine et Japon)².

Du point de vue de la région, la stratégie de croissance par les exportations qui a accentué l'excédent courant a été salutaire en permettant de compenser, à des degrés divers, l'impact négatif de la restructuration du secteur financier et des entreprises. De même, le creusement du déficit courant à la fin des années 90 n'a, tout bien considéré, pas été défavorable

² Certains spécialistes de la région affirment que la Chine a également absorbé une partie de l'augmentation des exportations de l'Est asiatique : l'excédent courant de la Chine serait moins important que ne l'indiquent les statistiques officielles, car certaines importations ne sont pas prises en compte.

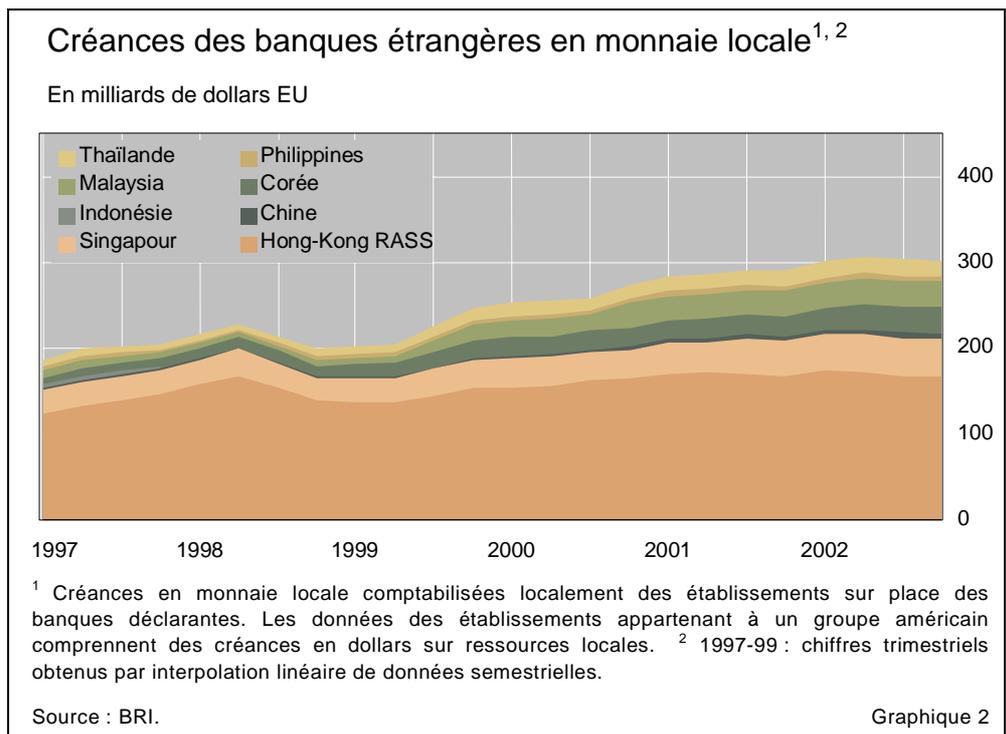
pour les États-Unis, puisqu'il s'est produit au moment où la rapidité de la croissance intérieure menaçait la stabilité des prix, fin 1996 : l'augmentation des importations nettes en provenance de l'Est asiatique a limité l'ampleur du resserrement monétaire nécessaire.

Aujourd'hui, l'économie américaine est dans une situation assez différente. Bien que la récession de 2001 n'ait été ni longue ni profonde, on peut s'interroger sur la pérennité de la demande des ménages et sur les conditions nécessaires à un redressement des dépenses d'investissement en capital. En outre, la question de l'inflation n'est plus d'actualité. Un aspect peut-être moins important, mais qui ne devrait pas être totalement ignoré, réside dans l'ampleur même du déficit courant. Il s'établit désormais à quelque 5 % du PIB, soit près de 10 % de l'épargne brute du reste du monde. La dette extérieure nette des États-Unis atteint presque \$2 000 milliards, soit plus d'un cinquième de la production et près du double des exportations à fin 2001. Bien que, pour les États-Unis, la rémunération des actifs à l'étranger soit supérieure au coût des passifs (voir ci-après), ce qui a limité jusqu'à présent les conséquences pour le service de la dette, l'économie a commencé à ressentir, début 2002, une ponction nette sur ses revenus. Dans ces circonstances, les autorités de l'Est asiatique ne peuvent tabler sur une poursuite indéfinie des évolutions commerciales qui avaient la faveur des États-Unis à la fin des années 90.

... exposés à un déséquilibre extérieur important

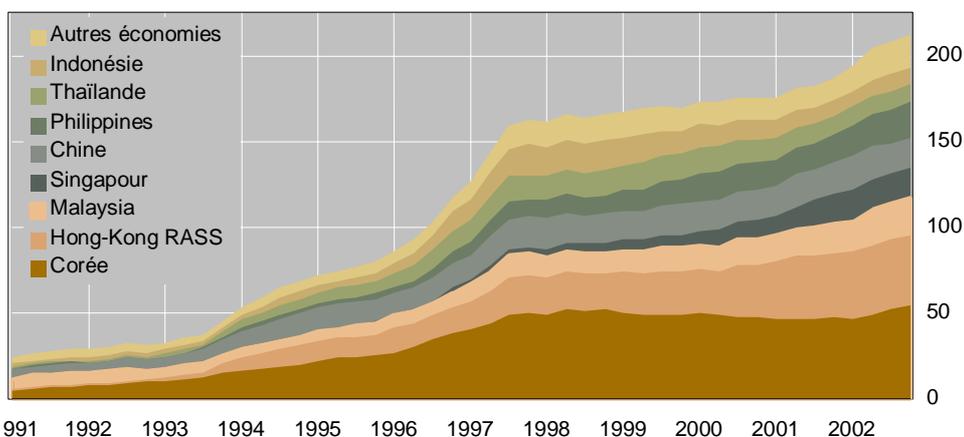
Tendances des flux bruts de capitaux

Les exportations nettes de capitaux de l'Est asiatique résultent d'un processus international d'échange de risque à travers d'importants mouvements en direction opposée, notamment importation de capitaux plus risqués et



Émetteurs d'Asie : encours d'obligations internationales

En milliards de dollars EU



Y compris obligations convertibles et notes à taux variable.

Source : *Rapport trimestriel BRI*, tableau 15B.

Graphique 3

exportation de capitaux plus sûrs. Ce faisant, les économies de la région ont, dans l'ensemble, renforcé leur situation financière. Plus particulièrement, en attirant des placements en actions et en titres subordonnés, tout en remboursant leurs emprunts et en accumulant des actifs liquides, elles ont utilisé les marchés mondiaux de capitaux pour se désendetter et accroître leur liquidité.

En ce qui concerne les entrées de capital-risque, l'investissement direct étranger (IDE) arrive en première position. On s'est longtemps demandé si les apports sous cette forme à la Chine se faisaient au détriment des autres économies, mais la Corée a enregistré une forte hausse de ses entrées d'IDE après la crise asiatique. C'est ainsi que les apports privés de fonds propres ont permis de recapitaliser les banques en difficulté et, parfois, de racheter des portefeuilles de créances douteuses. L'afflux de capital-risque a également permis la progression marquée de l'intermédiation en monnaie locale par les banques étrangères (graphique 2) ; ce rôle est souvent omis, car sa prise en compte dans la mesure de l'IDE dépend de la forme légale de l'implantation (filiale ou succursale), mais il est réel dans un cas comme dans l'autre (McCauley, Ruud et Wooldridge (2002)).

Dans l'ensemble, les investissements en actions, autre forme d'apport de capital-risque, ont également afflué vers la région depuis la crise, avec des hauts et des bas selon les performances mondiales du secteur. En dépit de ces fluctuations, la tendance à moyen terme pourrait bien être à la hausse. Depuis la crise, la corrélation entre les marchés locaux des actions (à l'exception de la Chine) et les principales places internationales a eu tendance à s'accroître, phénomène attribué à une interconnexion croissante par le biais des exportations, de la production industrielle et de la croissance économique générale de la région.

D'autres formes de capital-risque ont également été attirées par l'Est asiatique depuis la crise : les banques de la région ont vendu des titres de

Les entrées de capital-risque servent à recapitaliser les banques en difficulté ...

... ainsi qu'à l'achat d'actions ...

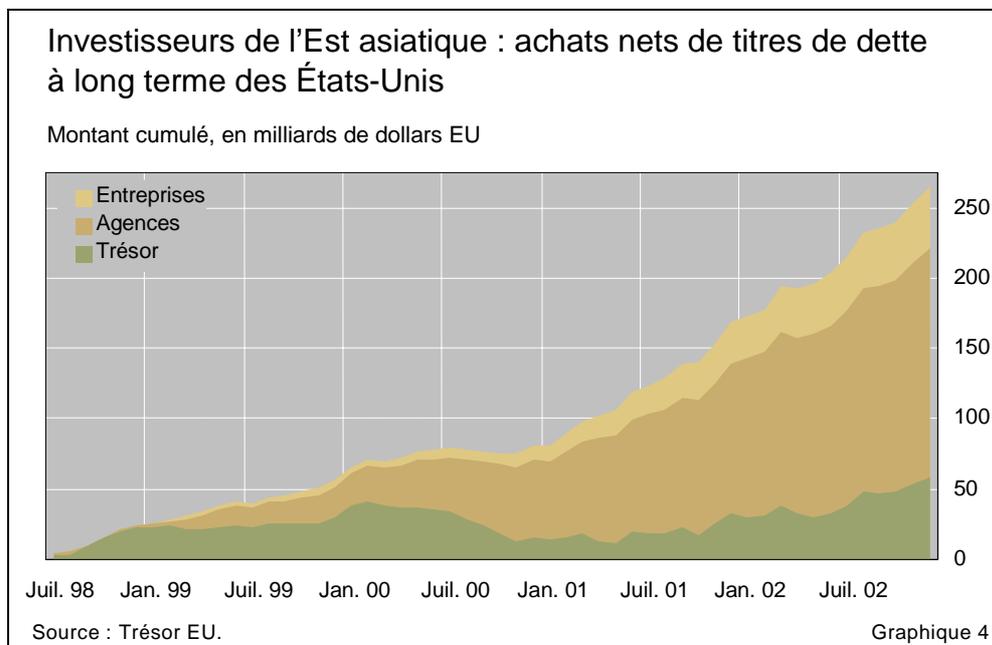
... et d'obligations

dette subordonnée à des investisseurs de New York ; des obligations de bonne qualité ou de notation inférieure émises par des emprunteurs souverains et des entreprises ont été placées sur le marché international (graphique 3).

En direction inverse, des capitaux sont sortis de la région pour s'investir en titres peu risqués et via des circuits interbancaires. Les titres acquis ont été, pour l'essentiel, des valeurs émises par le Trésor ou les agences paragouvernementales des États-Unis, les gouvernements européens ou l'État japonais. À en juger par la composition des achats nets d'obligations américaines, il est peu probable que l'écart de rendement moyen par rapport aux titres du Trésor EU ait été sensiblement supérieur à 20 points de base (graphique 4). Les établissements financiers et les banques centrales ont aussi effectué des dépôts auprès des grandes banques internationales. Les importants remboursements de dettes en dollars des entreprises de la région ont engendré un flux composé à la fois de capital-risque et de capitaux peu risqués. En d'autres termes, ce désendettement (quelque \$300 milliards depuis la crise) a libéré des ressources bancaires correspondant à un dixième environ de cette somme, tandis que les montants effectivement remboursés sont revenus sous une forme peu risquée sur l'interbancaire mondial (graphique 5). En ce sens, l'Est asiatique a approvisionné le reste du monde en capitaux sûrs.

Les flux financiers diffèrent non seulement en termes de profil de risque, mais aussi de contrepartie. Les entrées dans la région ont été généralement le fait d'intervenants privés acquéreurs d'actifs privés (parfois privatisés). En revanche, les sorties sont venues des autorités investissant le produit de leurs interventions sur les changes en instruments officiels ou quasi officiels, comme les titres paragouvernementaux américains³. S'agissant de la Chine, le

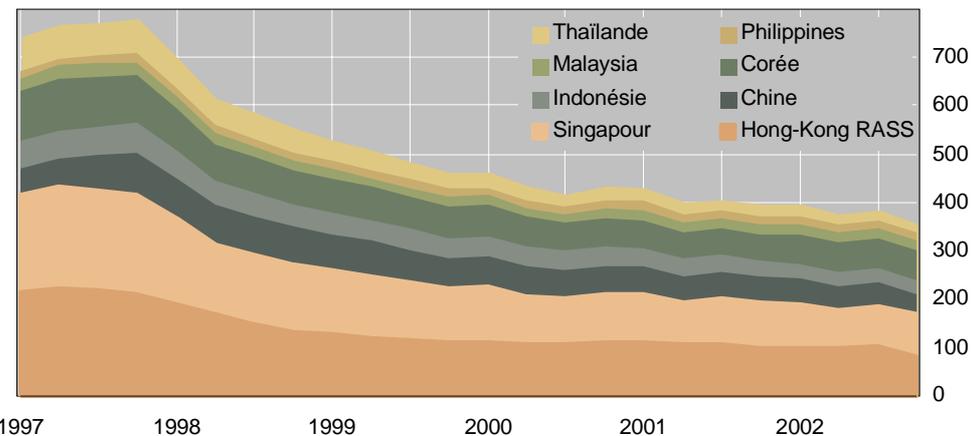
Les sorties de capitaux privilégient les instruments peu risqués



³ Naturellement, cette généralisation ne vaut pas pour tous les pays ni pour toutes les époques. En Thaïlande, le remboursement de la dette en dollars des entreprises (opération entre intervenants privés) a, dans l'ensemble, porté sur des montants supérieurs à ceux des placements des nouvelles réserves officielles de la Banque de Thaïlande.

Créances bancaires internationales consolidées^{1, 2}

En milliards de dollars EU



¹ Créances transfrontières en toutes monnaies des banques déclarantes BRI plus créances locales en devises de leurs établissements à l'étranger. Les données des établissements appartenant à un groupe américain ne comprennent pas les créances en dollars sur ressources locales.
² 1997-99 : chiffres trimestriels obtenus par interpolation linéaire de données semestrielles.

Source : BRI.

Graphique 5

Le système bancaire a exporté davantage de capitaux que les gestionnaires des réserves officielles du pays en 1999-2001, mais vers des instruments assez similaires (Ma et McCauley (2002)).

Les effets bénéfiques de ces flux bruts de capitaux sur le renforcement des structures financières de l'Est asiatique ont eu un coût. Celui-ci correspond à un écart de rendement ou à une prime de risque sur actions. Par exemple, les titres subordonnés en dollars émis par les banques coréennes ou indonésiennes ont affiché des rendements à l'émission supérieurs de 3 à 4 points de pourcentage aux rendements plus sûrs obtenus sur le placement des réserves. Pour les 234 obligations en dollars ou en euros émises par des emprunteurs de la région de 1997 à 2002 (\$84 milliards au total), l'écart de rémunération par rapport aux titres du Trésor EU ou autres obligations d'État de référence a atteint 233 points de base en moyenne (graphique 6).

Il est difficile de dire dans quelle mesure ce schéma est favorable à l'Est asiatique. L'asymétrie de l'échange de risque va à l'encontre de la logique traditionnelle des marchés financiers internationaux, selon laquelle les investisseurs sont censés recourir aux marchés mondiaux pour diversifier leurs portefeuilles de créances à risque. Les économies de l'Est asiatique, au contraire, renforcent systématiquement leur situation pour transférer le risque au reste du monde et accroître leur liquidité. Cela pourrait se justifier, car elles sont étroitement tributaires de la demande mondiale (économies à « bêta élevé »), en partie du fait de leur dépendance étroite vis-à-vis de la production technologique. Non seulement les bienfaits d'une diversification pourraient être limités (comme le montrent les corrélations relativement fortes des marchés des actions), mais encore ces économies pourraient avoir davantage à assurer leur liquidité en prévision d'une dégradation brutale du secteur technologique.

L'Est asiatique paie une prime de risque ...

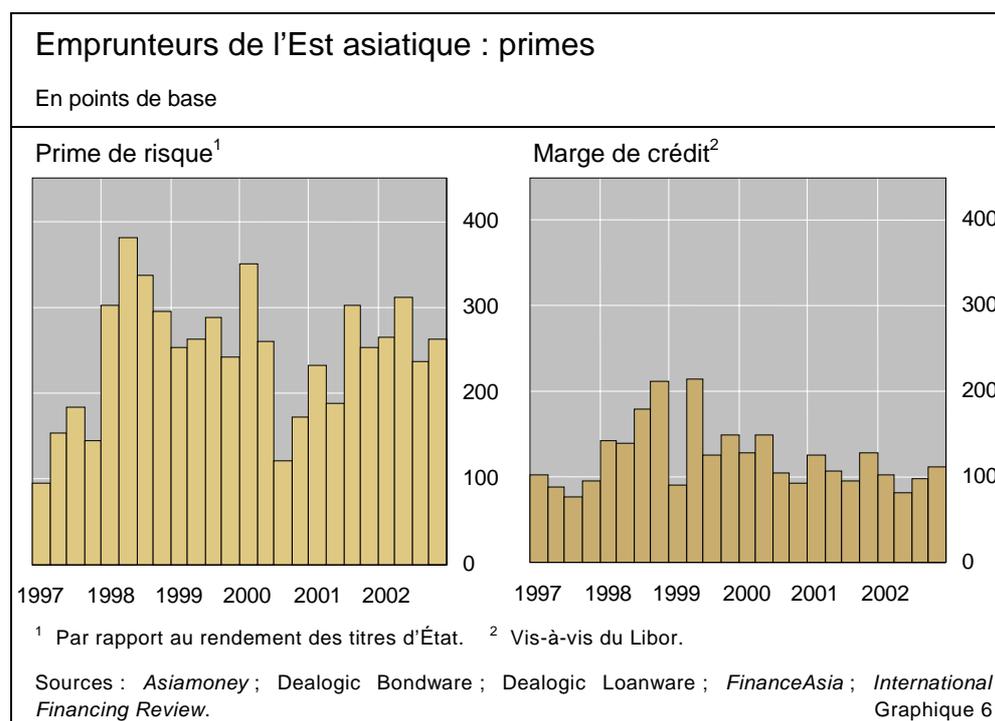
... compréhensible, compte tenu des risques auxquels la région est exposée

Sous l'angle des États-Unis, les sorties de capital-risque vers l'Est asiatique viennent amplifier les apports bruts nécessaires pour financer leur déficit courant. Sur la durée, bien entendu, une telle intermédiation du risque à travers cette région et d'autres est, en outre, source de revenus pour l'économie américaine (le pendant de la prime de risque sur actions), le taux moyen de rendement à long terme de ses actifs étant supérieur à celui de ses passifs⁴.

L'économie américaine tire parti de son absorption du risque et des liquidités de l'Est asiatique

Ainsi, en finançant des actifs risqués dans l'Est asiatique par des passifs plus sûrs, l'économie américaine s'est comportée envers la région comme un intermédiaire financier ou une banque. À long terme, cependant, une banque ne peut pas se développer au prix d'une contraction de son assise financière. Pour un pays qui absorbe le risque et assure la transformation des échéances à l'échelle internationale, cette assise financière correspond à sa position extérieure nette⁵. La contraction de celle-ci, aux États-Unis, témoigne d'une réduction du patrimoine net disponible pour faire face aux pertes sur actifs plus risqués et moins liquides sans répercussions sur les passifs liquides à faible risque. La préoccupation exprimée par Robert Triffin (1969) à ce sujet il y a plus de trente ans, à une époque où la balance des paiements courants des États-Unis se trouvait encore équilibrée, était discutable, mais le déficit courant chronique du pays l'a remise à l'ordre du jour. Il existe en effet une

Une telle intermédiation mondiale requiert une situation financière solide



⁴ L'échange de risque entre les États-Unis et la zone euro à la fin des années 90, à l'inverse, a montré que celle-ci absorbait le risque, émettant des titres de dette à échéance relativement courte et assez peu risqués, pour acquérir des actions et des sociétés entières présentant un risque élevé.

⁵ Dans une interprétation plus large et plus favorable, l'assise financière correspondrait au stock de capital sous-jacent dans l'ensemble de l'économie, mais cette interprétation suppose une très forte capacité à transformer la production de biens non échangeables en production de biens négociables.

contradiction latente, même si elle n'a pas de caractère inquiétant dans l'immédiat, entre la détérioration de la position extérieure nette des États-Unis et le rôle que joue ce pays dans l'intermédiation internationale du risque financier.

Critique de cette structure des flux de capitaux

Une région en pleine expansion devrait-elle apporter des capitaux à une économie parvenue à maturité ?

Cette structure des flux de capitaux a été critiquée dans une double perspective. Premièrement, certains observateurs se sont interrogés, pour des raisons tenant à l'intérêt public, voire à la morale, sur le bien-fondé de flux nets de capitaux *en provenance* de l'Est asiatique *vers* les États-Unis. En définitive, cela signifie que les fonds *proviennent* généralement d'économies relativement pauvres qui rattrapent leur retard de productivité, dotées de populations assez jeunes et capables d'une croissance de l'ordre de 5-10 %, à *destination* d'une économie parvenue à maturité, où la productivité s'est néanmoins accrue récemment. Sous un autre angle, leurs excédents courants seraient révélateurs d'une dépendance malsaine à l'égard de la demande extérieure. En outre, il est à craindre que, plus les déficits des États-Unis durent, plus la correction de change risque d'être brutale.

L'Est asiatique doit-il dépendre de l'étranger pour l'intermédiation des risques ?

Deuxièmement, les flux bruts transitant par les grands centres financiers pour revenir dans l'Est asiatique ne contribuent pas à l'intermédiation financière sur place. Autrement dit, les fonds sortant de la région ne feraient qu'accroître la profondeur du marché obligataire américain, au lieu de développer les marchés locaux. Ces deux critiques sont en partie fondées, mais sans doute exagérées ; elles sont développées ci-après.

Flux nets

Forte hausse des réserves officielles de change ...

La critique visant les sorties nettes de capitaux de l'Est asiatique s'attache souvent à l'accumulation remarquable de réserves officielles de change dans la région. Celles-ci dépassent maintenant 50 % des réserves mondiales (tableau 2). En 2002, ce sont surtout la Chine, la Corée, l'Inde, le Japon et Taiwan qui ont enregistré les plus fortes progressions (graphique 7)⁶. Comme indiqué précédemment, les objections s'inscrivent dans deux perspectives. Dans l'hypothèse du plein emploi, les excédents courants servent à constituer des réserves, ce qui correspond à un investissement peu économique des ressources réelles. Dans une approche plus keynésienne, les excédents courants représentent un moyen de maintenir la demande, qui est en fait redistribuée à partir du reste du monde.

... qui suscite deux critiques

D'un côté, les réserves seraient mal utilisées ...

Dans la première perspective, les autorités cherchent à accroître les réserves officielles de change et interviennent sur le marché pour absorber et maintenir les excédents courants. Le coût perçu, et par conséquent l'inefficience potentielle d'une telle politique, correspond à la différence entre

⁶ Cette abondance a sans aucun doute facilité l'accord entre les banques centrales de la région (initiative de Chiang Mai) visant à se consentir mutuellement la disponibilité d'une partie de leurs réserves. Voir Park et Wang (2003).

les avantages que procurent les ressources si elles sont conservées (productivité marginale du capital dans l'économie) et le rendement des réserves (taux sans risque sur le marché international). En d'autres termes, l'argument est que les ressources réelles sont absorbées, à travers la balance des paiements courants, pour acquérir des actifs financiers, dans des économies étrangères parvenues à maturité, rapportant moins que les investissements sur place. Cette critique fait écho aux objections à l'encontre des systèmes de caisse d'émission de l'époque coloniale, accusés de contraindre les colonies à enregistrer des excédents courants pour garantir la valeur de leur monnaie. Selon cette interprétation, la croissance des réserves n'est pas vraiment rationnelle. Certains sont allés jusqu'à y voir une accumulation compétitive de réserves, moins dangereuse - mais pas moins coûteuse - qu'une course aux armements, consistant de même à renoncer à utiliser des ressources réelles pour détenir plus d'avois que les voisins.

Pour une bonne part, la variation des réserves de change de la région doit être néanmoins attribuée aux mouvements de capitaux plutôt qu'aux paiements courants. D'ailleurs, depuis la crise, la relation entre augmentation des réserves et excédents courants s'est distendue. Certes, elle semble attestée par les statistiques globales : sur la période 1999-2002, les économies d'Asie hors Japon ont enregistré \$440 milliards d'excédents courants (tableau 1) et leurs réserves ont progressé de \$346 milliards (tableau 2). Toutefois, si, en 1999-2000, les réserves ont augmenté presque autant que l'excédent courant à Taiwan, en Corée et à Hong-Kong RASS, elles ont cru moitié moins vite en Chine et sont restées pratiquement inchangées à Singapour (graphique 8)⁷. En 2001-02, cependant, avec le recul des rendements du dollar EU par rapport à ceux de la monnaie locale, l'expansion des réserves a dépassé le surplus des

... mais le lien est tenu entre réserves et paiements courants

Réserves officielles de change				
	1998		2002	
	En milliards de dollars EU	En %	En milliards de dollars EU	En %
Est asiatique hors Japon ¹	562,9	34,6	908,8	40,0
Japon	203,2	12,5	443,1	19,5
Pacifique ²	17,2	1,1	19,9	0,9
Monde, total	1 627,8	100,0	2 274,2	100,0

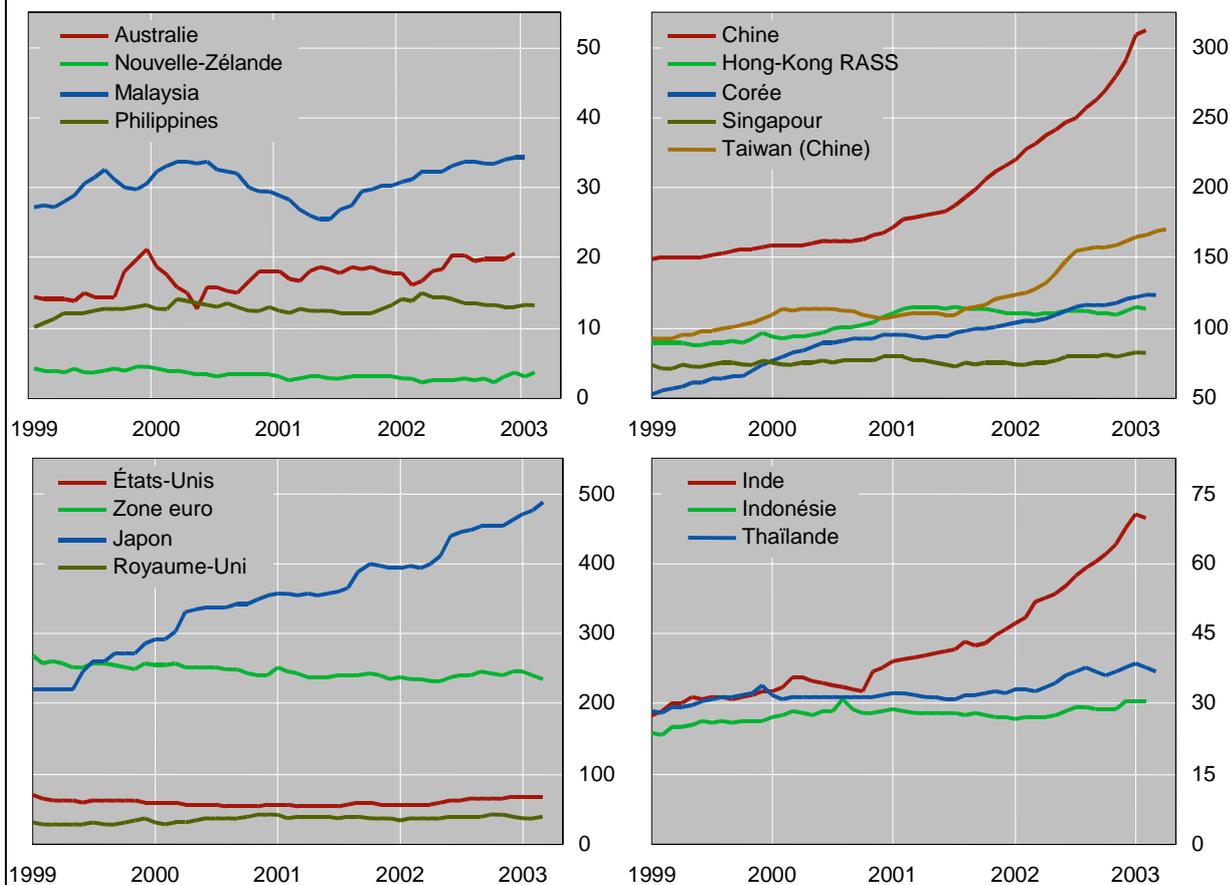
¹ Chine, Corée, Hong-Kong RASS, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taiwan (Chine) et Thaïlande. ² Australie et Nouvelle-Zélande.

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales* ; données nationales. Tableau 2

⁷ En Chine, des reports vers les comptes bancaires en dollars, mieux rémunérés, ont entraîné des sorties de capitaux privés et freiné la hausse des réserves. Voir Ma et McCauley (2003).

Réserves de change

En milliards de dollars EU



Sources : FMI, *Statistiques financières internationales* ; données nationales.

Graphique 7

paiements courants en Chine, à Taiwan et en Corée⁸. La hausse de \$72 milliards des réserves de change en Chine en 2002 peut difficilement être imputée au seul excédent courant (\$35 milliards). A fortiori, l'augmentation de \$40 milliards des réserves de change de l'Inde ces quatre dernières années n'a guère de lien avec un excédent courant qui n'est apparu que fin 2001. Par conséquent, ce qu'indiqueraient les statistiques globales est loin de se vérifier uniformément selon les économies et les périodes.

La critique ancienne à l'encontre des caisses d'émission coloniales est en partie injustifiée, car elle omet le rôle des emprunts internationaux, ou plus généralement des flux financiers, comme source d'actifs étrangers nécessaires au soutien de la monnaie⁹. De même, assimiler l'augmentation des réserves de

⁸ À Hong-Kong RASS, des déficits budgétaires ont été financés par prélèvement sur les réserves fiscales détenues en devises ; les excédents courants ne se sont donc pas vraiment accompagnés d'une augmentation des réserves. La dépréciation, puis l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar ont freiné, puis stimulé la hausse des réserves en termes de dollars. L'ampleur de cet effet de change ne suffit cependant pas à expliquer la différence entre 1999-2000 et 2001-2002.

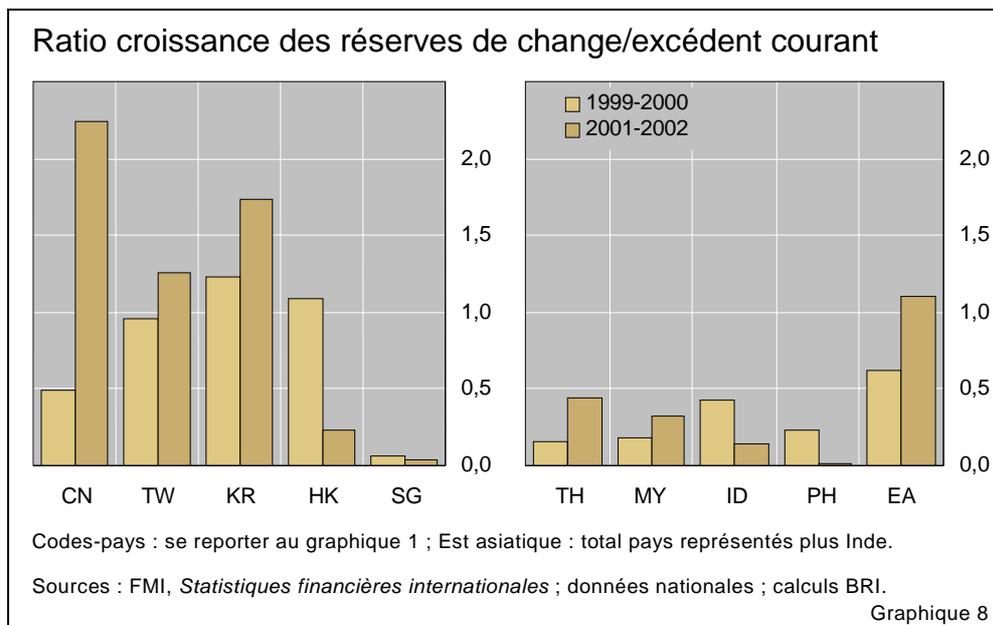
⁹ La possibilité de financer la caisse d'émission par des emprunts à long terme à l'étranger, plutôt que par les excédents courants, ne résout pas la question de l'écart entre le taux des

change aux excédents courants dans l'Est asiatique est une vision au mieux imparfaite.

Cette critique n'est pas seulement déficiente en regard des faits. Elle néglige certaines externalités, dans chaque économie, liées à l'incidence des réserves sur la solvabilité perçue par la communauté internationale. Si ces réserves réduisent la probabilité d'une crise susceptible d'abaisser le PIB de 5 %, alors leur coût peut se justifier. Et il n'est pas assuré, non plus, qu'une moindre accumulation de réserves aurait été compensée par un surcroît d'investissement intérieur générant des taux de rendement relativement élevés.

Dans une perspective plus keynésienne, l'augmentation des réserves est considérée comme l'effet indirect d'interventions sur les changes destinées à empêcher une appréciation de la monnaie et, par conséquent, une contraction de la demande extérieure. L'objectif est de maintenir la demande globale, et non d'accroître les réserves. Selon ce point de vue, les excédents courants et l'accumulation des réserves de change dans l'Est asiatique ne sont pas des signes de vigueur, mais plutôt d'une certaine faiblesse de l'économie. En particulier, l'insuffisance de la demande intérieure peut témoigner de surcapacités ou d'un détournement des flux de trésorerie des entreprises au profit du remboursement de la dette. Dans le même temps, lorsque le système bancaire est grevé par des créances douteuses, les entreprises domestiques desservant le marché local peuvent avoir des difficultés à obtenir des crédits. Si la dépense privée intérieure (consommation ou investissement) augmentait, les autorités pourraient limiter leurs interventions, accepter une certaine appréciation de la monnaie et voir diminuer leur excédent courant. Diverses actions possibles présentées ci-après, notamment le renforcement de la

D'un autre côté, la croissance des réserves marquerait une trop grande dépendance envers la demande extérieure



emprunts et le taux de rémunération des placements dans les centres financiers internationaux. Voir De Cecco (1974).

capacité de prêt des banques, pourraient également accroître l'investissement par rapport à l'épargne.

Si ce point de vue a, lui aussi, le tort d'assimiler la hausse des réserves de change à l'excédent courant, des critiques sont également venues de ceux qui analysent les flux de capitaux bruts entre la région et le reste du monde.

Flux bruts

Les flux bruts pourraient être utilement court-circuités ...

La structure des flux bruts entre l'Est asiatique et le reste du monde a été critiquée pour contrarier l'intégration financière de la région. Chargés de la politique monétaire, les responsables des banques centrales de la zone analysent les possibilités de développer les marchés obligataires locaux (APEC (1999)) ; en qualité de gestionnaires des réserves, ils ont contribué à développer le marché des titres des agences paragonnementales américaines (McCauley et Fung (2003)).

... même si les marchés régionaux des titres de dette en dollars apparaissent déjà fortement intégrés

Sur les marchés internationaux, essentiellement en dollars, des obligations et crédits consortiaux pour le compte d'emprunteurs de l'Est asiatique et du Pacifique, l'intégration est plus forte qu'on ne l'estime généralement¹⁰. L'examen des principaux souscripteurs d'obligations (chefs de file) donnerait à penser le contraire : entre avril 1999 et août 2002, par exemple, la part des chefs de file d'Amérique du Nord et d'Europe atteignait respectivement 54 % et 29 %, et celle des souscripteurs d'Asie 17 %¹¹. Mais le tableau est différent si l'on considère les bailleurs de fonds initiaux - acheteurs des titres sur le marché primaire ou participants de base au consortium. Quand on sait que les marges de souscription ne représentent qu'une très faible partie du produit total des émissions obligataires et crédits consortiaux, les bailleurs de fonds donnent une image plus précise de l'intégration. Or, parmi les acquéreurs d'obligations internationales émises par les emprunteurs de la région, les résidents comptent pour environ la moitié, encore plus pour les échéances courtes intéressant les banques centrales et commerciales (graphique 9). La négociation sur le marché secondaire fait certainement revenir davantage de ces titres dans l'Est asiatique. Sur le marché primaire des prêts, dont une proportion significative est en monnaie locale, les banques de la région forment une part substantielle des membres des consortiums.

Cette intégration sur les marchés internationaux des obligations et du crédit ne se retrouve nullement sur les marchés internes, où, selon les intervenants, les investisseurs d'une économie locale ne sont guère attirés par les titres des autres économies de la région. Les marchés obligataires internes restent en effet fondamentalement domestiques, contrairement aux marchés des actions, en dehors d'opérations occasionnelles de fonds spéculatifs.

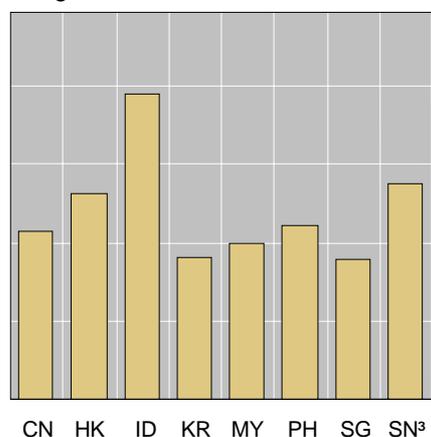
¹⁰ Voir McCauley, Fung et Gadanez (2002).

¹¹ HSBC et Standard Chartered sont considérés ici comme établissements de Hong-Kong. Entre 1999 et 2002, ces deux groupes ont placé 10 % des émissions de titres.

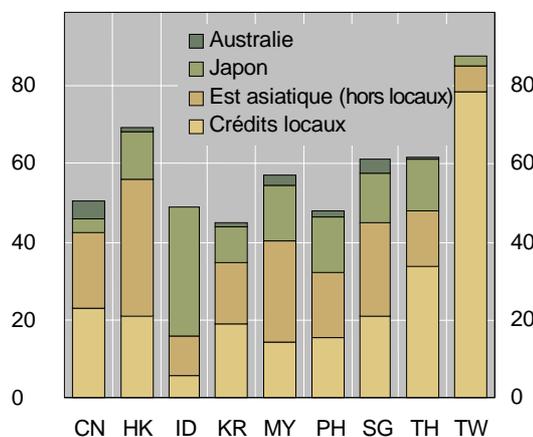
Emprunteurs de l'Est asiatique : répartition régionale des obligations et prêts

En abscisse : résidence de l'emprunteur¹

Obligations internationales²



Crédits consortiaux⁴



¹ Codes-pays : se reporter au graphique 1. ² Achats dans la région, avril 1999-août 2002, des obligations émises dans chaque économie (par résidence du débiteur) ; en % du montant émis.

³ Agents supranationaux (Banque asiatique de développement, par exemple). ⁴ Apports, par origine (capital ultime) des banques. HSBC et Standard Chartered sont considérés ici comme établissements de Hong-Kong. Les prêts consentis par les banques d'un seul pays sont exclus de l'échantillon.

Sources : Dealogic Bondware ; Dealogic Loanware.

Graphique 9

L'Est asiatique tirerait très certainement avantage d'une intégration financière accrue et, en particulier, d'un développement plus poussé de ses marchés obligataires internes. La région a donc elle aussi intérêt à court-circuiter une part des flux bruts mis en évidence. Ses finances seraient sensiblement améliorées si les emprunteurs pouvaient émettre des obligations en monnaie locale plutôt qu'en dollars ou en euros, soit pour allonger leurs échéances, soit pour solliciter le goût du risque d'investisseurs potentiels. De même, les investisseurs institutionnels dont les passifs sont de longue durée pourraient bénéficier de la possibilité d'acheter des obligations d'échéance correspondante en monnaie locale. Les banques australiennes montrent ce qui peut être fait : elles qui dépendaient des compagnies d'assurances et fonds de pension américains pour acquérir leurs titres hybrides de capital (fonds propres de meilleure qualité dans la catégorie 1) les placent désormais en dollars australiens auprès des investisseurs locaux, dont des particuliers attirés par de meilleurs rendements dans un contexte de faible inflation. Les banques de Singapour ont, elles aussi, récemment mis sur le marché des titres de capital dans leur monnaie pour leur clientèle locale. En général, compte tenu des avantages à la fois pour les emprunteurs et les prêteurs et étant donné les antécédents globalement favorables de l'Asie en matière de stabilité des prix, il existe un fort potentiel de développement des marchés obligataires.

Les banques centrales sont également intéressées par des marchés obligataires plus liquides, solides et profonds, pour des raisons opérationnelles, notamment. Il est de plus en plus admis qu'un développement des marchés obligataires régionaux est possible grâce à une gestion prudente

Il est possible de développer des marchés en monnaie locale pour les titres à risque

des réserves de change, dans une orientation stratégique. Les gestionnaires des réserves dans la région sont conscients des opportunités d'investissement en titres d'emprunteurs locaux¹² ; il s'agirait d'abord probablement d'émissions libellées dans les grandes monnaies, mais, à plus long terme, on ne peut exclure le recours à des structures destinées à des titres en monnaie locale.

Stratégie possible pour les autorités

Les autorités pourraient se fixer trois objectifs qui, en se complétant, permettraient de mieux équilibrer les flux de capitaux et les structures économiques dans l'Est asiatique. 1) Restreindre la dépendance de la croissance vis-à-vis des débouchés à l'étranger, ce qui réduirait l'exposition aux cycles des exportations. Cela non seulement améliorerait la solidité financière des économies, mais atténuerait en outre les risques de fluctuations de change. 2) Renforcer les systèmes bancaires pour qu'ils contribuent à soutenir la demande intérieure en cas d'affaiblissement des exportations. Il faudra peut-être parallèlement restructurer les entreprises surendettées et fonctionnant à perte. 3) Favoriser des établissements investissant à long terme et des marchés d'obligations en monnaie locale. Cela améliorerait la capacité d'emprunt des entreprises produisant pour le marché intérieur, sans entraîner la fragilité financière qui accompagne les asymétries de devises entre actifs et passifs.

L'expérience récente de la Corée donne une idée de ce que pourrait produire une telle orientation. Le pays a pris des mesures pour recapitaliser les banques, afin qu'elles redeviennent rentables, et améliorer leur gouvernance. Certes, comme l'État reste le principal actionnaire de la plupart des établissements, la tâche n'est pas terminée. La réforme de la gouvernance suit son cours. Pour sa part, le marché obligataire s'est libéré par étapes de son assujettissement aux garanties bancaires. Ces améliorations financières ont joué un rôle dans deux grandes évolutions macroéconomiques connexes. Premièrement, en 2001, malgré un recul brutal des exportations, la vigueur de la demande intérieure a permis à l'économie de croître à un rythme nettement supérieur à celui des autres économies tout autant exposées au cycle technologique. Deuxièmement, depuis la crise, le taux d'épargne des ménages et l'excédent des paiements courants ont tous deux fortement baissé.

D'autres évolutions, ailleurs, aboutissent aux mêmes conclusions. La demande intérieure en Chine aurait-elle été aussi vigoureuse si, ces dernières années, les banques n'avaient pas facilité une expansion rapide des prêts hypothécaires et du crédit aux particuliers ? Quelle aurait été l'ampleur de la récession en Malaysia si les banques ne s'étaient pas livrées à une vive concurrence pour les prêts hypothécaires ?

Une économie s'affranchit de sa dépendance vis-à-vis des exportations ...

¹² Si une banque centrale investit dans une structure de placement collectif dont les ressources sont elles-mêmes investies en obligations émises par le gouvernement local, le montant correspondant serait évidemment exclu des réserves déclarées.

Certes, il ne faut pas oublier qu'une restructuration financière favorisant l'accès au crédit comporte des risques. Les autorités coréennes ont pris des mesures énergiques pour maîtriser le taux de croissance des emprunts des ménages et la hausse des prix des actifs. Ailleurs, tant dans les pays industriels que dans les économies émergentes, il a été constaté que l'endettement des ménages pouvait devenir incontrôlable par effet de stocks. Il importe, par conséquent, que les autorités restent vigilantes. La conclusion s'impose néanmoins d'ores et déjà : une réforme financière servant l'objectif primordial d'un meilleur équilibre des flux internationaux de capitaux peut en même temps favoriser la croissance de l'économie interne.

... mais des risques peuvent résulter de l'élargissement de l'accès au crédit

Références

APEC Collaborative Initiative on Development of Domestic Bond Markets (1999) : *Compendium of sound practices : guidelines to facilitate the development of domestic bond markets in APEC member economies*, septembre.

De Cecco, M. (1974) : *Money and empire*, Blackwell, Londres.

Kindleberger, C. P. (1965) : « Balance-of-payments deficits and the international market for liquidity », *Essays in international finance*, Princeton, mai.

Ma, G. et R. N. McCauley (2002) : « Évolution des liquidités en devises des banques chinoises », *Rapport trimestriel BRI*, juin, pp. 20-22.

Ma, G. et R. N. McCauley (2003) : « Opening China's capital account amid ample dollar liquidity », *Capital account liberalisation in China : international perspectives*, *BIS Papers*, n° 15, avril, pp. 25-34.

McCauley, R. N. et B. S. C. Fung (2003) : « Choix des instruments dans la gestion des réserves de change en dollars », *Rapport trimestriel BRI*, mars, pp. 39-46.

McCauley, R. N., S.-S. Fung et B. Gadanecz (2002) : « Intégration financière de l'Est asiatique », *Rapport trimestriel BRI*, décembre, pp. 85-97.

McCauley, R. N., J. Ruud et P. Wooldridge (2002) : « Mondialisation de l'activité bancaire », *Rapport trimestriel BRI*, mars, pp. 44-55.

Park, Y. C. et Y. Wang (2003) : « Chiang Mai and beyond », communication à la conférence « China's role in fostering financial stability and growth in the Asian region and the world economy », organisée par Forum on Debt and Development, Korea Institute for International Economic Policy et Graduate School of International Studies à l'Université nationale de Séoul, 26-27 mars.

Triffin, Robert (1969) : *Gold and the dollar crisis*, Yale University Press, New Haven.