

9914

TITRE :

Les Crises Financières

Auteur :

Henri-F. Henner

Pages :

24

Résumé :

Cet article propose une explication de la survenue et de l'extension de la crise financière internationale qui a touché les pays d'Asie en juillet 1997, puis la Russie et le Brésil, en insistant sur le rôle de comportements bancaires, ainsi que sur les conséquences économiques et systémiques de la crise pour les pays émergents comme pour les pays développés et les institutions internationales.

mots clefs : crise financière, Asie, FMI, pays émergents, régulation monétaire

Abstract :

This paper analyses the financial crisis of Asia in 1997, Russia and Brazil in 1998. It shows the importance of prudential regulations of the financial system, and concludes on the economic and systemic consequences of the crisis for the countries (developing and developed) and for the financial institutions.

key words : financial crisis, Asia, developing countries, IMF, monetary regulations

Publié :

« *Economie & Gestion* »

Revue du L.E.A., Libreville, Gabon

Vol 1, n° 2, janvier-juin 1999, p 68-90

Les crises financières

Henri-F. Henner

avril 1999

Publié in
Economie & Gestion
Revue du LEA
Libreville
Vol 1, n°2, janvier-juin 1999
P 68-90

Une première version de ce texte a été présentée lors d'une conférence tenue à l'occasion du Séminaire UDEAC/CEMAC - Banque Mondiale - OMC, sur les accords de l'O.M.C., qui s'est déroulé à Bangui, RCA, du 22 au 26 février 1999.

Résumé :

Cet article propose une explication de la survenue et de l'extension de la crise financière internationale qui a touché les pays d'Asie en juillet 1997, puis la Russie et le Brésil, en insistant sur le rôle de comportements bancaires, ainsi que sur les conséquences économiques et systémiques de la crise pour les pays émergents comme pour les pays développés et les institutions internationales.

mots clefs : crise financière, Asie, FMI, pays émergents, régulation monétaire

Abstract :

This paper analyses the financial crisis of Asia in 1997, Russia and Brazil in 1998. It shows the importance of prudential regulations of the financial system, and concludes on the economic and systemic consequences of the crisis for the countries (developing and developed) and for the financial institutions.

key words : financial crisis, Asia, developing countries, IMF, monetary regulations

En juin 1997, voire en décembre encore, l'Asie était donnée en exemple aux autres pays en voie de développement, car elle semblait avoir réussi au delà de tout ce qu'elle pouvait raisonnablement espérer: elle cumulait une croissance économique de près de 8% par an (et 5,5% par tête) depuis plusieurs décennies selon les pays: jamais aucune contrée n'avait su réaliser une telle croissance sur une telle période de temps. (doublement du produit par tête en moins de treize ans et du produit global en moins de neuf ans ! !).

Les quatre tigres d'origine, Hong Kong, Singapour, la Corée du Sud et Taiwan avaient rejoint les pays développés, la Corée intégrant le Club de l'O.C.D.E. en 1996, en devenant la 11^e puissance mondiale; les perspectives ouvertes à l'Indonésie, à la Malaisie et à la Thaïlande semblaient tout aussi brillantes.

Aujourd'hui la croissance semble bloquée, et sera sans doute négative pour la Corée en 1999 comme en 1998; plus de 600 milliards de dollars d'actifs se sont envolés en fumée, les monnaies se sont effondrées (Indonésie - 80%, Corée - 50%, Malaisie, Philippines, Thaïlande -40%), et ceci même si la crise financière semble enrayée (sauf pour l'Indonésie, ce qui permet de mettre en évidence, une fois encore, le rôle de la qualité de la gouvernance), en partie à la suite des énormes plans financiers organisés par le Fonds Monétaire International: 100 milliards de francs pour la Thaïlande, 240 pour l'Indonésie, 340 pour la Corée, ..., ces chiffres pouvant encore être révisés.

Il faudra de toutes façons reconstituer la confiance dans le système bancaire et financier international, avant que la croissance ne puisse reprendre sur des bases saines.

Les anciens admirateurs de l'Asie écrivent aujourd'hui que sa croissance a toujours été une illusion: la croissance rapide dépendait des gouvernements qui injectaient, ou faisaient injecter des crédits bon marché dans des firmes privilégiées; les relations incestueuses entre les gouvernements, les banques et les firmes isolaient les entreprises des forces du marché, encourageaient un excès d'emprunts et un gaspillage des ressources.

Que s'est il passé, et quelles sont les conséquences de cette crise financière qui s'est ensuite déplacée vers la Russie avant de toucher le Brésil et peut être d'autres pays demain, quelles en sont les conséquences pour l'Asie, pour le reste du monde, et pour le fonctionnement du système monétaire et financier international: c'est à ces questions que l'on peut tenter aujourd'hui de répondre.

On présentera successivement un essai d'explication de l'origine de la crise, les remèdes apportés pour conjurer la débâcle financière, avant de consacrer un dernier point à l'examen des conséquences que pourra avoir la crise sur les pays mais aussi sur le fonctionnement du système monétaire international.

I - Un essai d'explication

Il semble difficile de trouver une explication unique à la crise, même en bénéficiant de la sagesse rétrospective, qui permet aux économistes comme aux hommes politiques d'expliquer sagement pourquoi ils se sont trompés.

Il pourra donc être utile de rappeler quelques éléments et événements qui ont marqué la crise, avant de tenter de trouver une ou des explications à ce phénomène.

A- Quelques éléments et événements

Plusieurs faits ont pu concourir à briser le cercle vertueux de la croissance économique exceptionnelle que connaissaient les pays d'Asie.

α - Des points communs:

On retrouve des points communs dans la plupart des pays concernés par la crise. Sans vouloir établir une liste complète, on peut cependant citer les éléments suivants:

- des périodes longues de forte croissance -10 ans, 20 ans voire trente selon les pays-, avaient entraîné l'apparition d'"anticipations euphoriques" sur la croissance future, tant sur la croissance économique que sur celle des cours des valeurs mobilières et immobilières; l'optimisme se nourrissait de lui même, et les signes de ralentissement n'avaient pas été reconnus; la croissance de cette « bulle réelle » allait entraîner celle d'une bulle financière ;
- une distribution népotique des crédits avaient conduit à de multiples inconvénients: le système bancaire et financier était fragilisé par la désynchronisation entre les dépôts et les emprunts à court terme (en bonne partie faits à l'étranger et en dollars pour bénéficier de taux d'intérêt

internationaux faibles) alors que les fonds étaient reprêtés à plus long terme et à taux d'intérêt plus élevés pour le financement d'investissements productifs, immobiliers ou spéculatifs sur le marché boursier; dans le même temps, tant la dimension des crédits que la manière dont ils étaient distribués conduisaient à un choix sous optimal des investissements financés, ce qui devait entraîner une accumulation de créances douteuses et/ou irrécouvrables;

- la distribution de crédits permettait de financer une spéculation immobilière auto-entretenu: les crédits permettaient aux spéculateurs de réserver des terrains ou des immeubles, et la fièvre immobilière était telle qu'ils pouvaient revendre le bien avec profit sans même avoir accédé à sa pleine propriété; une telle situation, déjà connue à Paris et Hong Kong il y a une dizaine d'années, conduit à une séparation croissante entre la valeur affichée des biens et leur valeur réelle de long terme: le simple arrêt du mouvement de croissance oblige les opérateurs les plus engagés à vendre immédiatement leurs biens ce qui les conduit à la faillite, car les acquéreurs ont disparu et les prix s'effondrent avec sur-réaction;
- on a assisté enfin à un surinvestissement simultané de la plupart des pays dans des productions cycliques, non plus l'acier comme dans la première moitié du siècle, mais dans la production informatique, en particulier les mémoires et semi-conducteurs: d'immenses installations financées par emprunt à court terme ont vu leur valeur actualisée s'effondrer avec la baisse des prix des produits engendrée par les surcapacités mondiales, avant même que la crise n'apparaisse.

Ces premiers éléments ont contribué au développement d'une bulle financière auto-entretenu, facilitée par l'absence de système efficace de surveillance et de régulation du système bancaire et financier; dans de nombreux pays (y compris le Japon) les liens trop étroits entre les firmes, les banques, le système politique, ont permis l'octroi de crédits non motivés par la rentabilité réelle des investissements, tandis qu'un problème d'"aléa moral" facilitait le développement de la bulle financière (et de la "cavalerie"), prêteurs et emprunteurs étant persuadés de bénéficier d'une garantie implicite de l'État qui les soutiendrait en cas de difficultés.

Trois éléments supplémentaires, liés à l'extérieur et à la monnaie, sont venus renforcer les difficultés lors de leur apparition:

- les monnaies de ces pays étaient généralement rattachées au dollar, en droit ou en fait: la forte montée du dollar par rapport au yen japonais réduit la compétitivité des tigres asiatiques, qui vendent une bonne partie de leurs exportations dans la zone asiatique même et au Japon; le même lien monétaire, qui avait permis la réussite du plan « Réal », devait entraîner la chute du Brésil l'année suivante ;
- un fort engagement envers les capitaux étrangers à court terme et non envers des flux de prêts à long terme ou d'investissements directs, plus stables: ces capitaux très volatiles, cherchant la performance immédiate (taux d'intérêt de 50% sur les Bons du Trésor brésiliens, ...) ont un comportement de Panurge, sont fortement instables, et ont des effets critiquables sur la création de monnaie et les comptes extérieurs (l'excédent des mouvements de capitaux venant financer voire susciter le déficit des opérations courantes);
- compte tenu de l'accrochage des monnaies au dollar, les banques centrales avaient perdu l'autonomie de leur politique monétaire: elles ne pouvaient élever les taux de l'intérêt pour freiner l'expansion du crédit intérieur, car cela aurait entraîné une hausse du change et déclenché à terme une spéculation contre leur monnaie ; au contraire au Brésil, les taux d'intérêt avaient augmenté pour maintenir la parité avec le dollar, alors que la tendance à la baisse du change se faisait jour (crainte initiale de contagion renforcée par le moratoire décrété par un Etat brésilien sur le service de sa dette publique.

L'ensemble de ces éléments allait conduire à une crise financière puis économique annulant une partie de la croissance économique passée de ces pays, et faisant disparaître près de 600 milliards de dollar d'actifs mobiliers et immobiliers.

β - Historique rapide de la crise:

La Thaïlande a été le premier pays frappé, et ceci dès le mois de mars 1997, sans doute à cause de la vulnérabilité particulière de son système bancaire et financier: l'effondrement d'une des premières sociétés financières du pays, "Finance One", est suivie d'une attaque contre le baht, lié au dollar.

Ce lien entre le baht et le dollar devient sujet à interrogation dès que les flux de capitaux commencent à se ralentir, alors qu'ils avaient atteint

jusqu'à 13% du PIB en 1995! Ces flux de capitaux, à court terme, permettaient aussi de financer (et peut être suscitaient) un déficit de la balance des opérations courantes de 8% du PIB, seul indicateur macro-économique défavorable à l'époque. La dette thaï envers les banques étrangères était passée, du fait des emprunts extérieurs, de 29 mds de dollars en 1993 à 69 mds en juin 1997, dont 70% à moins d'un an.

La crise de mars 1997 fait brusquement prendre conscience de la fragilité de l'économie thaïlandaise et de son secteur bancaire: les flux de capitaux se sont réduits, et les banques n'ont pu se refinancer à l'extérieur comme de coutume, alors même qu'il leur aurait fallu assurer le remboursement de prêts antérieurs venus à échéance. Elles ont alors été amené à réduire les crédits qu'elles accordaient, à demander le remboursement des prêts antérieurs, ce qui a entraîné une diffusion progressive de l'illiquidité dans toute l'économie. Le même phénomène se retrouvera dans les autres pays, parfois accentué, comme en Corée, par l'étranglement financier des P.M.E., beaucoup plus fragiles que les grands groupes, et à qui l'on refuse brusquement les crédits commerciaux usuels.

Il apparaît donc que, si les banques centrales avaient immédiatement réagi en augmentant l'émission de monnaie, comme elles avaient su le faire lors du Krach d'octobre 1987, enrayant ainsi la dépression potentielle, elles auraient peut être évité l'approfondissement de la crise et sa diffusion au reste de l'Asie, puis aux autres économies financièrement fragiles (Russie et Brésil); la crise aurait peut être évitée, ou simplement retardée, réduite.

La plupart des autres pays avaient aussi lié leur monnaie au dollar, ce qui avait fini par entraîner deux inconvénients: encourager l'emprunt à l'extérieur, et empêcher les banques centrales d'utiliser le taux de l'intérêt pour réguler l'offre de monnaie. Le régime de taux de change fixe, s'il présente des avantages lorsque les conjonctures évoluent peu, ou de concert, ne semble pouvoir résister aux chocs extérieurs ou aux modifications brutales de flux financiers dépassant largement les possibilités de contrôle des banques centrales.

La hausse du dollar contre le yen (+ 50% de 1995 à 1997) allait entraîner celle des monnaies asiatiques, et réduire leur compétitivité vis-à-vis de celle de l'Inde et/ou de la Chine.

Les attaques spéculatives contre le baht se poursuivent après le mois de mars, et culminent le 2 juillet avec le renoncement de la banque centrale à défendre la parité, et la flottaison du baht qui perd 40% de sa valeur en quelques jours. On peut remarquer qu'aucune défense monétaire n'est plus crédible, lorsque s'échangent chaque jour plus de monnaie sur les marchés des changes qu'il n'y a de réserves officielles dans les caves de toutes les banques centrales du monde (1500 mds de dollars contre 1200).

La dévalorisation du baht entraîne l'augmentation immédiate de la charge du service de la dette, qui doit continuer d'être servi en dollars; les liquidités s'assèchent, et la bulle financière et immobilière éclate: les banques et institutions financières se retrouvent avec une augmentation de leur créances douteuses, non provisionnées, car les règles prudentielles minimales n'étaient pas respectées.

Les investisseurs étrangers, devenus plus méfiants, se sont alors rendus compte que d'autres pays de la région présentaient les mêmes faiblesses: taux de change fixe et devenu surévalué à cause de la hausse du dollar, monnaie de rattachement, entrées excessives de capitaux bancaires à très court terme, systèmes bancaires laxistes très engagés dans des opérations immobilières et boursières, dette extérieure massive et non couverte, manque de transparence dans les opérations économiques, financières et bancaires, surinvestissement cyclique: la crise s'est alors propagée aux Philippines, à l'Indonésie, à la Malaisie et même à la Corée du Sud.

Sommés de rembourser leurs emprunts, les clients des banques, particuliers et entreprises ont été obligés de vendre tous leurs actifs disponibles, en même temps, ce qui, avec la réalisation des gages, entraîne un effondrement des bourses et de la valeur des actifs: on estime que près de 600 milliards de dollars ont disparus en quelques mois.

En Corée, la situation a été aggravée par l'endettement excessif des grands groupes, les Chaebols, dont le ratio dette sur fonds propres avait atteint 400%, alors que le ratio correspondant est de 70% aux Etats Unis. Quand les exportations se sont réduites en même temps que les prix ont diminué du fait des surcapacités installées dans des secteurs devenus clefs (semi-conducteurs), les Chaebols ont été incapables d'assurer le service d'une dette extérieure en dollars et les banques étrangères devinrent vite réticentes à renouveler leurs crédits, compris désormais comme des effets de cavalerie.

Et pourtant, tous les indicateurs macro-économiques semblaient favorables, la plupart des pays affichant des résultats bien meilleurs que nombre de pays développés! On comprend alors que les thérapeutiques du Fonds Monétaire International aient semblé quelque peu inadaptées à la situation des pays : pourquoi réduire l'absorption, dans des économies plus caractérisées par une sous consommation et un excès d'épargne que par des déficits budgétaire et de la balance des opérations courantes !

Indicateurs macro-économiques 1996

	Thaïlande	Malaisie	Philippines	Indonésie	Singapour	Corée
PIB (1)	6,7	8,2	5,5	7,8	7,0	7,1
Prix (2)	2,5	3,6	8,5	7,8	1,4	5,0
BOC (3)	- 8,0	- 5,2	- 4,3	- 3,5	15,0	- 4,8
Dettes (4)	51,5	41,4	54,6	59,9	8,8	30,2
Réserves(5)	6,3	4,1	3,9	4,7	6,8	2,6
Budget (8)	2,4	- 0,5	- 1,9	- 0,2	7,5	- 0,5
Épargne (9)	35,9	41,7	15,7	37,0	50,6	36,1
Investis. (9)	42,8	43,0	24,9	36,1	31,5	36,2
PIB/H (10)	7104	8865	2681	3740	20987	10656

(1) Taux de variation 1996 (2) Taux de variation de l'inflation (3) Balance des opérations courantes solde en % du PIB (4) Estimation de la dette extérieure de 1997 en % du PIB (5) Estimation des réserves de change de 1997, en nombre de mois d'importation de biens et de services (8) Solde budgétaire en % du PIB (9) en % du PIB (10) PIB par habitant en PPA dollars 1994

Source: éléments repris de *Problèmes Économiques*, 2559, 11 mars 1998, p 17

Ainsi, les indicateurs macro-économiques des pays d'Asie étaient plutôt favorables à la veille de la crise, ce qui peut expliquer que peu de gens aient anticipé les difficultés. En 1996, la plupart des pays remplissaient largement les critères de Maastricht, en particulier pour ce qui concerne le solde budgétaire; la dette extérieure était au plus de 60% du PIB en Indonésie, les taux d'épargne étaient très élevés (sauf pour les Philippines), mais les taux d'investissement étaient encore supérieurs, ce qui conduisait à la fois à un surinvestissement (ou à une sous consommation) et à un déficit de la balance des opérations courantes mariée à des entrées de capitaux, malheureusement à court terme.

Le problème, mal saisi à l'époque du fait de l'absence de chiffres et d'informations fiables, est la croissance constante du rapport entre la dette à court terme (échéance à moins de 12 mois) et les réserves de change qui doivent servir à assurer la convertibilité des monnaies. Ce rapport se situait en juin 1997 à 3,5 pour la Corée, 1,9 pour l'Indonésie et 1,8 pour la Thaïlande; en décembre 1997, le même rapport avait atteint une valeur de 14 pour la Corée, indiquant une situation ingérable.

B - Les explications ex post

A l'époque, on a formulé deux types d'explications à la survenance de la crise, que l'on peut résumer en une formule lapidaire: sommes nous en présence d'une « crise mexicaine » ou devant une nouvelle « grippe asiatique », cette deuxième hypothèse semblant l'emporter; l'évolution

connue en 1998 et début 1999 conduit à compléter la liste en prenant en compte la « vodka russe » suivie de la « samba brésilienne ».

α - Une crise mexicaine:

En décembre 1994, l'économie mexicaine était marquée par de forts déficits extérieurs et intérieurs, essentiellement un déficit budgétaire financés par des emprunts publics auprès des banques étrangères, ou par des placements de bons du trésor à court terme sur le marché financier, ce qui avait permis une forte augmentation de la consommation. Déficit budgétaire et sur consommation avaient donc entraîné un déficit extérieur, un amenuisement des réserves de change et, lorsque la confiance extérieure s'est retournée, un retrait massif des capitaux à court terme qui s'étaient placés sur le marché financier et en bons du trésor à court terme.

Pour arrêter la crise, le Fonds Monétaire International et les Etats Unis ont rapidement mis à la disposition du Mexique une vingtaine de milliards de dollars pour assurer la convertibilité des créances, le peso a été dévalorisé sur le marché des changes (-40%), et l'on a appliqué une thérapeutique F.M.I. classique: réduction des déficits externes (dévaluation) et internes (suppression des subventions et autres dépenses budgétaires): il s'agit d'un programme d'ajustement structurel traditionnel, renforcé par la garantie donnée par le trésor américain aux bons du trésor mexicains.

β - La grippe asiatique:

En Asie (Thaïlande, puis Corée, Indonésie, mais aussi au Japon), c'est le secteur bancaire et financier privé qui est le plus impliqué dans la crise: par l'intermédiaire des emprunts faits par les banques locales sur les marchés internationaux à taux d'intérêt faibles, les fonds extérieurs à court terme ont financé des investissements à long terme surdimensionnés réalisés dans les mêmes branches par les différents pays, ce qui a entraîné un surinvestissement et l'apparition de capacités excédentaires face à une certaine sous consommation (cf. les taux d'épargne). On peut ajouter que la forte disponibilité de financement a contribué à l'éclosion puis au développement d'une bulle spéculative tant financière qu'immobilière.

Les crédits à l'investissement étaient accordés sans que la rentabilité des investissements soit véritablement étudiée, ni par les firmes ni par les banques, qui étaient conduites à accorder leurs crédits sur pression politique (Indonésie) ou de groupes d'intérêt (Chaebols en Corée).

Les créances douteuses des banques portant sur les seuls crédits intérieurs, souvent inscrites hors bilan et sans que soient respectés les ratios prudentiels habituels (Comité Cooke) ont pu représenter jusqu'à 45 % du PIB en Thaïlande !

La faillite d'une première société financière en Thaïlande a brusquement montré que les gouvernements ne protégeraient pas obligatoirement les épargnants et les banques: l'aléa moral s'est renversé, et les comportements de Pangloss (P. Krugman) ont disparu: les créanciers extérieurs et intérieurs ont souhaité récupérer leurs avoirs, les banques étrangères n'ont pas renouvelé les crédits à court terme qu'elles accordaient automatiquement auparavant, et les réserves de change ont vite fondu, rendant illusoire le maintien de la parité de la monnaie par rapport au dollar, ce qui a accentué la fuite - ou la spéculation.

Il s'agit donc, dans le cas de la crise en Asie, d'un nouveau modèle de crise, dans lequel la gestion du change semble apparaître au second rang, même si le lien des différentes monnaies avec le dollar a pu accentuer les difficultés: la responsabilité essentielle de la crise se trouve dans le comportement des agents privés et non dans les excès de dépenses de la puissance publique.

χ - La vodka russe

La crise s'est ensuite propagée en Russie, les investisseurs internationaux prenant à nouveau en compte la possibilité d'une faillite de l'Etat qui n'assurerait plus le service de sa dette. L'économie russe était la pièce la plus fragile du système international : l'Etat se délitait, celui du Président inspirait l'inquiétude, il semblait y avoir une vacance du pouvoir, les administrations fonctionnaient mal et les intérêts mafieux semblaient prendre un pouvoir croissant. Les injections massives de dollars distribués par le F.M.I. et les grandes puissances n'entraînaient apparemment guère d'amélioration de la politique économique. Fortement endetté en dollar, incapable de faire rentrer les impôts et de verser les salaires, en proie à un chômage croissant et à des troubles politiques larvés, la Russie était devenue le pays à fuir.

δ - La samba brésilienne

Le plan de stabilisation mis en place par le Président Cardoso en 1994 avait pratiquement atteint son objectif fin 1997, au moment où le pays allait être touché à son tour par les contrecoups de la crise asiatique. Grâce au « Plan Réal », l'inflation avait été maîtrisée, en passant de 2500% en 1993 à moins de 7% en 1997 ; le Brésil retrouvait son rôle d'entraînement dans la formation du MERCOSUR, et les investisseurs étrangers avaient retrouvé le chemin du pays, tant pour les

investissements directs que pour les investissements boursiers, plus volatils qui s'étaient monté à 15 milliards de dollars en 1995 et 1996.

Echaudés par leurs pertes asiatiques, les investisseurs remirent en question leurs placements sur les marchés émergents au moment même où les comptes extérieurs du Brésil se dégradèrent : la politique de monnaie forte liée à un dollar dont la valeur augmentait conduisit en effet à une augmentation de 20% des importations en 1997 (voir tableau). Pour contrer la sortie de capitaux et maintenir la valeur de la monnaie, le gouvernement dû augmenter les taux de l'intérêt (jusqu'à 50%), étranglant une croissance devenue fragile, et contraignant un des Etats du Brésil, fortement endetté, à décréter un moratoire sur le service de la dette.

Economie du Brésil

	1994	1995	1996	1997
Croissance du PIB vol	5.8	3.0	2.9	3.5
Taux d'inflation	2076.4	66.0	15.8	6.9
Taux d'intérêt	5175.2	52.2	26.4	24.3
Dette ext brute / PIB	19.3	15.3	15.8	
Balance commerciale *	+ 5,5	- 10.6	- 3.0	- 12.0
Balance des Paiements *	- 1,2	- 18,1	- 24,3	+ 34,3
Déficit budgétaire % PIB	- 6,78	- 0,61	- 1,18	

*NB Source : ATLASCO, Le Nouvel Observateur, 1998, * = milliards de dollars, sinon %*

Ce moratoire, dû au fait que pour maintenir le taux de change il avait fallu augmenter fortement les taux de l'intérêt, (les taux sur les Bons du Trésor pouvant atteindre 50%) fut le signal de la débandade, tous les investisseurs étrangers cherchant à faire sortir leurs capitaux en même et faisant fondre les réserves publiques de change.

Les crises financières qui frappent les pays émergents depuis juillet 1997 présentent donc à chaque fois des formes spécifiques : le déclenchement de la crise est fonction du chaînon le plus fragile de chaque pays ; cela peut être le système bancaire et financier (Asie), la déliquescence de l'Etat et des finances publiques (Russie), un taux de change fixe lié à une monnaie en forte hausse, entraînant une surévaluation du taux de change, une hausse des importations, un déficit de la balance des opérations courantes, le tout renforcé par une politique de taux d'intérêt élevés permettant de maintenir la valeur du taux de change, ...) (Brésil).

Malgré ces caractères spécifiques, qui ne seront reconnus qu'avec retard, les autorités monétaires nationales et internationales auront tendance à appliquer des traitements semblables aux différents pays, en cherchant à restaurer une rigueur macro-économique alors que les déficits étaient limités.

II - Les remèdes

Devant les difficultés rencontrées, les attaques spéculatives contre les monnaies et la fuite des capitaux extérieurs à court terme, les pays ont dû faire appel à un organisme susceptible de les aider à maîtriser la crise dans sa manifestation immédiate, la crise des changes. C'est donc le F.M.I. qui s'est retrouvé "au chevet des malades" pour tenter d'enrayer la crise monétaire et financière, qui se propageait rapidement d'un pays à l'autre, car les opérateurs retrouvaient dans les pays voisins les mêmes défauts qui avaient provoqué la première crise en Thaïlande.

A - La thérapeutique du Fonds

Le F.M.I. est appelé à la rescousse par la Thaïlande le 28 juillet, et prépare un programme d'assistance, avec mise à la disposition du pays d'un montant d'environ 17 milliards de dollars assorti d'une conditionnalité de réduction des dépenses; ce premier plan sera suivi, en octobre, d'un plan de restructuration bancaire. Les autres pays sont progressivement attaqués, et ceux qui choisissent de laisser flotter leur monnaie s'en tirent plutôt mieux (Taiwan) que ceux qui s'accrochent à une parité devenue indéfendable; la Corée ne demandera l'aide du F.M.I. qu'en octobre, et recevra une aide d'environ 57 milliards de dollars, après que les pays d'Asie, sur pression des Etats-Unis, aient refusé l'idée japonaise de création d'un fonds asiatique de 100 mds de dollars. L'Indonésie, après avoir accepté l'aide du F.M.I. et commencé à appliquer le plan, en particulier la fermeture de banques en cessation de paiement de fait, revient sur ces fermetures et se coupe de l'aide; sa monnaie perdra rapidement 80% de sa valeur. En Malaisie, le premier ministre critique le programme du Fonds Monétaire International et rend les spéculateurs responsables des difficultés de son pays, retardant d'autant les mesures de correction et l'aide internationale.

Les montants d'aide mis en place atteignent des montants d'autant plus faramineux que c'est tout un continent qui se trouve en proie à la tourmente monétaire: plus de 100 milliards de dollars sont mis à la disposition des trois pays sous accords F.M.I., la Thaïlande, l'Indonésie (programme remis en cause) et la Corée.

Les programmes d'ajustement ou de stabilisation traditionnels du F.M.I. apparaissent relativement inadaptés à la situation des pays d'Asie, qui ne souffrent pas (cf. tableau) des déficits habituels: on ne peut guère réduire des déficits budgétaires lorsqu'ils sont faibles (0,5% du PIB en Corée) ou inexistants (solde positif de 2,5% en Thaïlande), et lorsque l'inflation est relativement faible. On programmera malgré tout des coupes budgétaires pour restaurer l'équilibre global entre les emplois et les ressources, et surtout pour restaurer la confiance extérieure en donnant une indication de la volonté commune au F.M.I. et aux Etats d'agir pour restaurer les équilibres fondamentaux des économies.

Les taux d'intérêt sont relevés, et les dévaluations (ou dévalorisations) sont plus liées au marché et à une probable sur-réaction des marchés des changes qu'à la demande du F.M.I. de dévaluer la monnaie contre le dollar.

Le Fonds monétaire intervient dans un domaine nouveau, celui de la restructuration du système bancaire et financier, du rééchelonnement de dettes privées, de la mise en place et du renforcement du cadre prudentiel dont l'absence ou le non respect avait pu permettre aux banques de s'engager au delà du raisonnable dans des opérations risquées et non couvertes par leurs fonds propres ou leurs réserves. De nouvelles règles comptables sont mises en place et devront être respectées, en particulier pour ce qui concerne les comptes consolidés des grands groupes (Chaebols coréens), les comptes devant être vérifiés et certifiés par un grand groupe mondial d'audit.

Enfin, et pour corriger l'excès d'importance des capitaux à court terme, les pays doivent ouvrir leur marché aux investissements directs étrangers.

B - Pourquoi le Fonds

L'appel au Fonds Monétaire International est utile à plusieurs égards, bien qu'il corresponde avant tout à un aveu d'impuissance voire d'incompétence de la part des dirigeants du pays demandeur.

Les fonds internationaux publics rapidement mis à la disposition des pays viennent se substituer aux fonds privés qui ont déserté le pays et dont la fuite est l'une des causes immédiate de la crise des paiements. On peut cependant imaginer que les opérateurs étrangers pourront récupérer en dollars une partie de leurs actifs antérieurs, parce que le Fonds a mis ces dollars à la disposition du pays: on critiquera ainsi la "socialisation des pertes".

L'aide internationale apporte les devises nécessaires à la survie immédiate du pays et au financement de ses importations nécessaires,

car les réserves ont généralement disparu dans la tourmente monétaire: dès le premier trimestre de 1998, certaines entreprises industrielles coréennes se sont retrouvées en chômage technique non pas parce que la demande leur faisait défaut, mais parce qu'elles ne pouvaient plus obtenir les devises nécessaires au paiement de leurs importations de matières premières et de demi-produits, leurs fournisseurs habituels refusant désormais de leur accorder les crédits habituels.

C - Les conditionnalités

Le F.M.I. assorti son aide de la promesse de respect d'un certain nombre de politiques ou de réalisations économiques. Les pays signataires des accords s'engagent à réaliser des objectifs en terme de croissance économique, de chômage et d'inflation, mais aussi désormais, de fermeture d'établissement de crédit, d'ouverture du capital des firmes bancaires et non bancaires au capital étranger, et de la publication, par les firmes privées, de comptes consolidés des groupes, certifiés par des cabinets internationaux.

Les autorités nationales, quant à elles, obtiennent grâce à ces accords un certificat de crédibilité internationale, qui peut leur permettre un retour sur le marché financier international.

Les grandes firmes multinationales pourront, elles, pénétrer des marchés qui leur étaient restés fermés.

D - Les critiques

Les programmes de sauvetage du F.M.I. ont été fortement critiqués, à gauche comme à droite, pour des raisons opposées.

α Les critiques de droite

Les tenants d'un libéralisme "pur et dur" et du fonctionnement du marché sans interférences ou intervention de l'Etat condamnent l'intervention du F.M.I. parce qu'elle vient empêcher l'apurement naturel et efficace du marché: des opérateurs n'ont pas respecté le code du marché, ici les règles prudentielles de la finance et l'affectation des fonds d'investissement en fonction du critère de rentabilité: il serait donc naturel que le marché les sanctionne et reconsidère la valeur de leurs actifs et de leur activité.

Dans le même cadre, l'intervention du F.M.I. conduit à une socialisation des pertes, puisque les capitaux mobilisés par le Fonds vont soutenir ou

se substituer à des fonds privés, et leur permettre d'éviter une banqueroute méritée; or, "il n'y a pas de repas gratuit", ce qui signifie que quelqu'un (généralement le contribuable des Etats membres du F.M.I.) supportera la charge finale de l'opération, alors que jamais les agents privés, lorsque le marché dégage des profits, ne viennent les partager avec les agents qu'ils chargent de leurs erreurs, lorsqu'elles surviennent. Malgré l'apparente pertinence de cet argument d'ordre moral, on signalera quand même que dans le cas du sauvetage du Mexique en 1994, le Trésor américain qui garantissait les fonds prêtés au Mexique aura finalement dégage de l'opération la bagatelle de 500 millions de dollars de profits.

D'autre part, si les organisations internationales apportent une aide à des opérateurs privés (banques et sociétés financières), ces agents vont intégrer ce facteur dans leur comportement, et prendre plus de risques, puisque l'Etat (au sens large du terme) leur fournit une assurance en cas de difficulté: ce risque d'"aléa moral" avait déjà joué pour les banques tant en France (Crédit Lyonnais) qu'en Asie.

Ces critiques en arrivent donc à proposer que l'on laisse le marché fonctionner d'une manière pure, que les régulateurs n'interviennent plus, et qu'en conséquence on supprime le Fonds Monétaire International et la Banque Mondiale.

β Les critiques de gauche

Ces critiques rejoignent les précédentes sur un point au moins, celui de la socialisation des pertes: l'aide internationale conduit à utiliser des fonds publics ou d'origine publique, fondée sur les contributions des agents privés, pour sauver des opérateurs fautifs (banques) ou qui leur paraissent condamnables moralement (spéculateurs), voire des gouvernements corrompus, alors que ces fonds pourraient être utilisés de manière plus efficace pour le développement.

Ces fonds et ces actions collectives permettent enfin aux firmes multinationales, elles aussi condamnables *a priori*, de pénétrer sur les marchés anciennement protégés des pays d'Asie, de racheter à bas prix (du fait de l'effondrement des bourses et des changes) les actions des sociétés locales pour mieux asseoir leur pouvoir et augmenter leur richesse.

Ces critiques sont plus fondées sur le sentiment que sur la raison, mais ont reçu un écho favorable de la part de la population.

χ Des occasions perdues

Il semble, après coup, que plusieurs occasions ont été manquées, qui auraient permis d'éviter la crise, du moins à ce moment. Peut être

n'aurait elle été que reportée dans le temps, éventuellement aggravée, mais une meilleure analyse des phénomènes aurait peut être permis d'éviter l'approfondissement de la crise et sa diffusion au reste du monde : il semble que les thérapeutiques du Fonds Monétaire International, toutes justifiées par le souci de retour à la rigueur de la gestion de l'économie nationale, aient pu conduire, comme en 1929, à un phénomène de cercle vicieux de déflation.

- Les Etats-Unis ont bloqué la proposition japonaise de créer un Fonds d'Aide Asiatique doté de 100 milliards de dollars ; sans doute craignaient ils l'émergence de la puissance politique d'un pays qui dominait déjà l'économie de la région ;
- Ainsi échaudé, le Japon a proposé à la Corée une aide de 4 milliards de dollars, alors que 10 milliards auraient été plus justifiés ;
- En décembre 1997, le Japon a fait l'erreur de mener une politique économique restrictive, justifiée par les déficits publics, alors que le pays était entré en récession ;
- Enfin, les sénateurs américains ont bloqué l'augmentation du capital du Fonds Monétaire International, car il est dominé par les Républicains, hostiles aux organisations internationales.

Ainsi, un ensemble de décisions suivant une logique restrictive, ont pu conduire à un développement de la crise, et empêcher une gestion dynamique du risque systémique lié à la mondialisation des économies.

III - Les conséquences et les leçons à tirer de la crise

La crise financière a d'abord déstabilisé les marchés financiers régionaux, puis mondiaux; si les seconds se sont assez rapidement rétablis, et ont souvent repris leur croissance antérieure (peut être parce que les capitaux flottants ont à nouveau privilégié leur sécurité), il n'en est pas de même pour les premiers. De plus, la forte chute de la valeur des actifs a entraîné et continuera d'entraîner des réajustement de consommation, d'investissement, sur une période assez longue dans les pays d'Asie, ce qui pourra hypothéquer leur croissance à moyen terme.

A - Conséquences de la crise pour les pays

Les conséquences de la crise vont se retrouver dans les pays d'Asie d'abord, puis dans le reste du monde, qui devra s'ajuster à la fois à la baisse des commandes des pays en crise, mais qui sera aussi confronté au regain de compétitivité acquis par l'Asie du fait de la baisse de la valeur des monnaies, alors que les fondements réels de la compétitivité (la productivité des facteurs) ne se sont guère dégradés, et n'auraient pas justifié d'une telle dévalorisation des changes.

Une étude plus complète exigerait que l'on décompose les différentes conséquences selon leurs effets de court ou de long terme, selon qu'ils agissent au niveau des entreprises et des consommateurs ou que l'on retiennent les conséquences macro-économiques. Il serait aussi souhaitable de distinguer selon les canaux de transmission de la crise et de la reprise, par les prix, les revenus, le budget, etc. Nous reprendrons plus simplement les principales conséquences, en privilégiant, ici encore, une approche historique.

α Conséquences pour les pays d'Asie

La conséquence immédiate de la crise de confiance a été la fuite des capitaux et/ou le non renouvellement des crédits antérieurs. Il s'en est suivi, comme indiqué, une crise des paiements extérieurs, qui peut entraîner une paralysie progressive des entreprises, dans la mesure où leurs fournisseurs étrangers, inquiets de la santé financière des firmes asiatiques, se refusent à leur accorder les crédits fournisseurs traditionnels; c'est à ce moment que le manque de devises convertibles (acceptées à l'extérieur) devient une contrainte majeure, qui limite les possibilités de production des firmes, même si la crise et la chute de la valeur des monnaies a renforcé leur compétitivité-prix.

La confiance des marchés s'est révélée être versatile et sujette à des engouements et des lubies passagers: tous les pays de la zone ne présentaient pas le même degré d'engagement bancaire ni la même faiblesse financière; pourtant, par des effets de contagion panurgien, les marchés se sont successivement détournés -ont attaqué- tous les pays, même Hong Kong dont la structure monétaire ("*currency board*") et le soutien de la Chine devaient la mettre à l'abri des tempêtes de change. On peut donc retenir le fait que la contagion n'a pas toujours été justifiée, même si les attaques du premier ministre malaysien contre la "spéculation internationale" et "M. Soros" se sont révélées à la fois inutiles et contre productives.

A la suite de la crise financière, les opérateurs économiques se sont retrouvés avec des portefeuilles de valeurs (réelles, monétaires, financières, immobilières) fortement dévalorisés, alors que leurs engagements en monnaie locale et surtout en devises étrangères n'avaient pas diminués, au contraire. Il leur fallut souvent liquider leurs avoirs à très bas prix, ce qui a accentué la chute des valeurs.

La crise connue par les banques les a malheureusement conduites à tenter de recouvrer le plus vite possible des crédits qu'elles avaient accordés, et à annuler des crédits renouvelables traditionnellement accordés aux entreprises, en particulier les P.M.E.: ainsi les excès financiers des banques alliées aux grands groupes ont conduit à l'extension de la crise et à sa transformation en crise de liquidité pour les P.M.E., pourtant condition de la qualité de la reprise économique et de sa pérennité. Ce scénario catastrophe est un peu celui de 1929, et sa venue dépend de la qualité de la gestion des banques centrales: auront-elles la possibilité et le souhait de créer des liquidités de manière à permettre la reprise des crédits aux entreprises ?

Enfin une des conditionnalités inscrite dans les programmes de secours du Fonds Monétaire International a été l'ouverture des marchés financiers et du capital des entreprises aux investissements directs de l'étranger. Les firmes multinationales, bancaires, financières, productives, peuvent désormais investir plus facilement dans les pays d'Asie à un moment où les monnaies ont fortement chuté et où les cours des actions sont déprimés: on conçoit que certains considèrent que l'on vend leur capital et leur pays aux intérêts étrangers, et à bas prix.

Les pertes de revenu réel vont accentuer la sous consommation qui caractérisait l'Asie, si bien que la relance des économies ne pourra venir que de l'extérieur, grâce au renforcement de la compétitivité due au change.

La fin du cycle de surinvestissement, en particulier dans les composants informatique, sera ainsi retardée. Il faudra attendre (un an, deux ans ?) que la demande ait retrouvé le niveau de l'offre pour qu'un processus de croissance par l'investissement puisse à nouveau prendre place.

β Conséquences pour le reste du monde

Les conséquences immédiates pour le reste du monde sont relativement réduites, au moins pour l'OCDE, dans la mesure où une partie des échanges internationaux des pays en crise étaient des échanges régionaux. On peut cependant craindre une augmentation de la concurrence des pays d'Asie, à la fois sur les marchés des pays développés et sur les marchés tiers: c'est à ce niveau que le surcroît de

compétitivité engendré par la dévalorisation des monnaies devrait le plus se faire sentir, pour des produits ayant largement atteint une qualité internationale.

On peut aussi penser qu'une partie de la croissance enregistrée par les places financières internationales depuis le début de l'année est due au report des capitaux vers des pays plus sûrs: les gestionnaires de fonds prennent à nouveau en compte le risque des opérations, qui doit venir contrebalancer le rendement. Ce mouvement ne devrait pas durer longtemps, car les perspectives de profit restent élevées dans les pays asiatiques, du moins ceux qui ont su gérer la crise sur le plan économique comme sur le plan politique.

Ainsi, il paraît raisonnable de penser que les flux de capitaux vont revenir vers les pays d'Asie les mieux gérés, car leurs perspectives économiques restent bonnes à échéance rapprochée (un an), et que, surtout pour ce qui concerne les investissements directs, la valeur des entreprises a fortement baissé, les marchés ont été ouverts aux investisseurs étrangers, et il existe de nombreuses opportunités de profit industriels, plus valables à terme pour les pays que la simple recherche de profits financiers de court terme.

Ce retour est à l'évidence conditionné par le retour à la stabilité politique, à la "bonne gouvernance", et à la mise en place et au respect d'une meilleure régulation de l'économie, des relations entre banques, Etat et industriels, et au strict respect de règles prudentielles par le secteur bancaire et financier.

C'est ce retour au respect de règles prudentielles de base, initiées par H. Germain au XIX^e siècle et renouvelées par le Comité Cooke plus récemment qui introduit des modifications dans le mode de fonctionnement des institutions monétaires et financières, nationales et internationales.

B - Les conséquences systémiques

Le renouveau de la régulation monétaire conduit à modifier le rôle des grandes organisations susceptibles de "certifier" et de garantir le respect des règles et la véracité des comptes.

α Le rôle accru de la B.R.I. et des cabinets d'audit:

Les règles prudentielles auxquelles devront se confronter les banques commerciales (ce qui est inscrit dans les "conditionnalités" du F.M.I.), conduisent à un renforcement géographique du rôle de la Banque des

Règlements Internationaux. Les sanctions du marché (faillites) en cas de défaillance seront ainsi renforcées, en amont, par le respect de normes en matière de ratio d'endettement par rapport aux fonds propres, par la constitution de provisions pour créances douteuses, toute chose dont l'objectif est de rendre inutile une action directe des autorités monétaires ou politiques, et de rendre plus difficile l'arrivée d'une nouvelle crise.

De la même manière, et cette fois du côté des demandeurs de crédits, le F.M.I. a demandé que les comptes des grands groupes, en particulier coréens, soit établis de manière normalisée au niveau international, et que les comptes consolidés des "Chaebols" soient attestés par un grand groupe international d'audit. Ainsi on pourra éventuellement limiter la cavalerie qui a entraîné la chute des grands conglomérats coréens, dont l'endettement réel avait atteint des sommets.

β Un nouveau rôle pour le F.M.I.

Jusqu'en juillet 1997, le F.M.I. intervenait d'abord pour aider les pays à résoudre les crises des paiements internationaux; il a été conduit pour cela à prendre en compte l'endettement extérieur (et intérieur) des Etats et à trouver des moyens de restaurer leur liquidité voire leur solvabilité à terme.

Pour la première fois, le F.M.I. a été conduit certes à intervenir dans le cadre d'une crise des changes, mais générée par un excès d'endettement privé, intérieur (les groupes auprès des banques) et extérieur (les banques auprès du système bancaire international). Ainsi le F.M.I. a joué le rôle de prêteur de dernier ressort, et a dû se substituer en partie aux banques centrales en leur apportant les devises nécessaires pour éviter l'effondrement total des systèmes financiers nationaux.

Il a donc pris en compte les flux privés d'endettement en plus des créances garanties par l'Etat.

Cela peut laisser présager un renouvellement de son rôle, mais a immédiatement suscité de fortes critiques (cf. ci-dessus), en particulier de la part des sénateurs américains qui militent pour sa disparition, puisqu'il "empêche le marché de fonctionner et de sanctionner les mauvais joueurs".

Le monde financier se retrouve ainsi face aux mêmes interrogations et propositions que lors de la négociation de Bretton Woods en 1944, et les chances de création d'un institut mondial d'émission et de régulation ne semblent guère plus fortes aujourd'hui que lorsque J.M. KEYNES le

proposait. Il semble probable qu'une fois encore le conservatisme des républicains américains bloquera une évolution peut être souhaitable.

III Eléments de conclusion

Il semble aujourd'hui que le problème essentiel révélé par la crise, et dont dépend l'évolution des pays d'Asie, est celui de la "gouvernance", pour reprendre un terme cher à la Banque Mondiale.

En effet, la plupart des indicateurs macro-économiques fondamentaux sont plutôt favorables, et apparaîtraient inespérés dans de nombreux pays développés, les Etats Unis ou l'Europe selon les indicateurs:

- l'épargne est très forte dans la plupart des pays, et atteint souvent la proportion de près de 30%: même sans apports extérieurs, ces pays peuvent maintenir un taux d'investissement bien supérieur à celui réalisé dans les pays développés;
- l'investissement a sans doute été excessif dans le passé, a conduit à des surcapacités dans certains secteurs (semi-conducteurs), mais cela conduit au maintien des seules installations les plus productives, va renforcer la compétitivité fondée sur la productivité (en plus de l'apport de la dévalorisation des monnaies), et le capital existe, même s'il est aujourd'hui sous utilisé.
- les politiques budgétaires sont en général prudentes, et les contraintes du F.M.I. garantissent en quelque sorte l'absence de dérapages futurs;
- les politiques monétaires devraient sortir renforcées de la crise: les instituts d'émission ont recouvré un degré de liberté dans la politique monétaire, grâce à la flexibilité des changes, et en cas de besoin ils pourront utiliser l'arme du taux de l'intérêt pour réguler l'offre de monnaie ou le taux de change; de plus, la crise aura renforcé leur autonomie par apport aux gouvernements et leur crédibilité en sortira augmentée, au moins à court terme;
- le système financier sera progressivement assaini, repris en mains par des professionnels plus respectueux des règles prudentielles, et il pourra retrouver son rôle de financement de l'économie; il y aura probablement une forte demande des investisseurs étrangers pour racheter des firmes en faillite virtuelle ou réelle;

- les économies sont ouvertes sur l'extérieur, sauront toujours profiter des opportunités du marché mondial, surtout au moment où la baisse de la valeur de leur monnaie restaure leur compétitivité face à la concurrence de l'Inde, de la Chine, du Vietnam, pour certains pans de leur industrie; cela leur permettra, au moins pour l'instant, de compenser la hausse des salaires nominaux qui s'était produite au cours des dix dernières années;
- enfin, le capital humain dont dispose ces économies est plutôt supérieur à celui des autres pays en développement, ce qui leur assure, pour quelques temps encore, une avance dans un monde où les connaissances prennent de plus en plus d'importance.

Ainsi, des gouvernements éclairés peuvent permettre un retour à une croissance peut être inférieure à celle connue avant la crise, peut être de 6% l'an une fois retrouvé le calme des marchés et restauré la confiance, mais nombre de pays développés aimeraient bénéficier de tels taux. L'Asie devrait reprendre sa place dans le monde avant deux ans, si la gouvernance est au rendez vous.

avril 1999

Références

NB : la plupart des informations ont été tirées de sources « grises » : réunions informelles, discussions, quotidiens et hebdomadaires, travaux disponibles sur internet, etc. Les références ci-dessous peuvent donc paraître d'autant moins complètes que l'on commence à voir apparaître des travaux de synthèse publiés dans les revues économiques.

- AGLIETTA M. & de BOISSIEU Ch, (1998), « Redéfinir les règles du jeu », *Sociétal*, (1998), « les leçons de la crise financière », n° 23, décembre
- BANETH J., 1998, « Le financement extérieur du développement et la dette : de la crise mexicaine à la crise asiatique », plan de cours, CERDI, Université d'Auvergne
- BARTALON E. (1998), « pourquoi les crises ? », *Sociétal*, (1998), « les leçons de la crise financière », n° 23, décembre
- BOITOUT N. (1999), « Crises financières dans les pays émergents : l'exemple de l'Asie », Séminaire du GDR Economie Monétaire et Financière, « taux de Change et Globalisation Financière », CEFI, Aix en Provence, mars
- CAILLETEAU P. & VIDON E. (1999), « la dynamique des crises financières internationales : quelques enseignements », Séminaire du GDR Economie Monétaire et Financière, « taux de Change et Globalisation Financière », CEFI, Aix en Provence, mars
- CAMDESSUS M. (1998), « Crise régionale ou crise de système ? », *Sociétal*, (1998), « les leçons de la crise financière », n° 23, décembre
- FISCHER S. (1998), « Lessons from a Crisis », *The Economist*, 3 octobre
- Fonds Monétaire International : I.M.F (1997), *World Economic Outlook*, octobre, internet ; (1998) : *FMI Bulletin*, vol 27, n° 4, « L'aide du FMI à l'Asie » ;
- GARNIER O., (1998), « les méfaits de la grosse bulle », *Sociétal*, (1998), « les leçons de la crise financière », n° 23, décembre
- KRUGMAN P. (1998), « What happened to Asia ? », site internet janvier
- KRUGMAN P. (1998), « Will Asia bounce back ? », site internet, mars
- MAAREK G. (1998), « De la technique à l'éthique », *Sociétal*, (1998), « les leçons de la crise financière », n° 23, décembre
- MAILLARD D., (1998), « Préserver l'investissement », *Sociétal*, (1998), « les leçons de la crise financière », n° 23, décembre
- O.C.D.E. (1998), « Domestic causes of currency crises : Policy lessons for crisis avoidance », *Development Centre technical paper*, n° 136, juin
- SACHS JD & WOO W.T., (1999), « The Asian financial Crisis : What happened, and What is to be Done », unpublished paper, Séminaire de Doctorat, CERDI, Université d'Auvergne, mars
- Sociétal*, (1998), « les leçons de la crise financière », n° 23, décembre
- The Economist*, (1998), « Frozen Miracle, a survey of east Asian Economies », 7 mars
- The Economist*, (1998), « Japan's economic plight : fallen idol », 20 juin
- The Economist*, (1998), « When countries go bust », 3 octobre (Economic Focus)
- The Economist*, (1998), « A refresher on the 1930s », 19 septembre (Economic Focus)
- The Economist*, (1998), « Lender without limit : should the IMF be bigger or smaller –or somewhere in between ? », 10 octobre
- The Economist*, (1998), « Transparent hype », 7 novembre, (Economic Focus)
- The Economist*, (1998), « Two views on Asia : 7 novembre
- Wade R & Veneroso F : « the resources lie within »
- Bergsten C. Fred : « APEC to the rescue »