

**Groupe de recherche  
en économie et sécurité – GRES**

*Chaire Raoul-Dandurand  
[www.dandurand.uqam.ca](http://www.dandurand.uqam.ca)*

**Note de recherche**  
Volume 4, numéro 1

avril 2002

## À la recherche d'une politique monétaire commune en Asie de l'Est

*Mathieu Arès*



**Chaire  
Raoul-Dandurand**  
en études stratégiques et diplomatiques

## Publications récentes du GRES

### Notes de recherche

TANDEL, Soraia

*Stabilisation et développement économique au Brésil : le Plan real de 1994 à 1999*

Volume 2, numéro 1 (février 2000)

BACHAND, Rémi

*Les mécanismes de règlement des différends relatifs aux investissements – l'ALÉNA comme modèle ?*

Volume 2, numéro 2 (février 2000)

DEBLOCK, Christian et Christian CONSTANTIN

*Intégration des Amériques ou intégration à l'économie américaine ? Tendances du commerce, des investissements et du commerce intra-firme*

Volume 2, numéro 3 (mars 2000)

LESSARD, Geneviève

*Les économies de petite taille et la ZLÉA*

Volume 2, numéro 4 (mars 2000)

BOULANGER, Éric

*Le « Big Bang » financier japonais*

Volume 2, numéro 5 (mai 2000)

VAILLANCOURT, Brigitte

*L'avenir monétaire des Amériques - Document de synthèse*

Volume 2, numéro 6 (mai 2000)

BOULANGER, Éric

*La nouvelle politique commerciale du Japon-- vers des accords de libre-échange avec la Corée, Singapour, le Mexique et le Chili?*

Volume 2, numéro 7 (octobre 2000)

OPPERMANN, Jord

*L'Europe monétaire : de l'Union monétaire des paiements à l'euro*

Volume 2, numéro 8 (octobre 2000)

BOULANGER, Éric

*Le Japon et l'APEC*

Volume 2, numéro 9 (novembre 2000)

DEBLOCK, Christian

*La politique commerciale des États-Unis : à quoi pouvons-nous nous attendre ?*

Volume 2, numéro 10 (décembre 2000)

ARÈS, Mathieu

*L'intégration monétaire des Amériques – Vers la dollarisation du continent ?*

Volume 3, numéro 1 (janvier 2001)

ARÈS, Mathieu et Sylvain TURCOTTE

*Libre-échange et hégémonie – les stratégies américaines et brésiliennes de négociation commerciale*

Volume 3, numéro 2 (mai 2001)

BOULANGER, Éric, Nathalie LACHANCE et Kihwan NA

*Historique, structures et fonctionnement de l'APEC*

Volume 3, numéro 3 (mai 2001)

TASSÉ, Loïc

*La Chine et l'APEC*

Volume 3, numéro 4 (mai 2001)

DUBÉ, François-Philippe et Kihwan NA

*La Corée et l'APEC*

Volume 3, numéro 5 (mai 2001)

TASCHEREAU, Rodrigue

*L'ASEAN et l'APEC*

Volume 3, numéro 6 (mai 2001)

ALLARD, Frédéric et Éric BOULANGER

*Les États-Unis et l'APEC*

Volume 3, numéro 7 (mai 2001)

TASCHEREAU, Rodrigue

*Le Canada et l'APEC*

Volume 3, numéro 8 (mai 2001)

DUHAMEL, Anne et Sylvain TURCOTTE

*Le MERCOSUR : structure institutionnelle et stratégie économique*

Volume 3, numéro 9 (mai 2001)

TASSÉ, Loïc

*Restructuration industrielle à la chinoise : la Chine et l'OMC*

Volume 3, numéro 10 (mai 2001)

ARÈS, Mathieu

*À la recherche d'une politique monétaire commune en Asie de l'Est*

Volume 4, numéro 1 (avril 2002)

# À la recherche d'une politique monétaire commune en Asie de l'Est

*Mathieu Arès*

© CHAIRE RAOUL-DANDURAND EN ÉTUDES STRATÉGIQUES ET DIPLOMATIQUES, AVRIL 2002

Chaire Raoul-Dandurand en études stratégiques et diplomatiques

Case postale 8888, succursale Centre-Ville,

Montréal (Québec) Canada H3C 3P8

Courriel : [chaire.strat@uqam.ca](mailto:chaire.strat@uqam.ca)

Site web : [www.dandurand.uqam.ca](http://www.dandurand.uqam.ca)

ISBN 2-922844-23-4

Les opinions exprimées et les arguments avancés dans cette publication engagent uniquement l'auteur et ne reflètent pas nécessairement les opinions des membres de la *Chaire Raoul-Dandurand*.

## TABLE DES MATIÈRES

<i>Sommaire</i> _____	7
<i>Introduction</i> _____	10
<i>La crise financière en Asie (1997-1998)</i> _____	13
<b>Vers une approche monétaire régionale ?</b> _____	18
<b>L'Initiative de Chiang Mai (CMI)</b> _____	19
<i>Les expériences nationales</i> _____	23
<b>Le Japon : Une crise de leadership</b> _____	24
<b>Thaïlande : Une sortie de crise à la FMI</b> _____	27
<b>Malaisie : Une sortie de crise par le contrôle des capitaux</b> _____	31
<b>Hongkong : La stabilité monétaire par les caisses d'émission</b> _____	35
<i>Regard vers l'avenir</i> _____	39
<i>Bibliographie</i> _____	41



## SOMMAIRE

L'intégration économique en cours en Asie de l'Est et du Sud-Est, illustrée par la forte progression des échanges intra-régionaux et animée notamment par les investissements et les achats japonais dans les autres pays de la région, n'a guère été appuyée, jusqu'à maintenant, par une politique monétaire commune, voire par une coordination des politiques monétaires des diverses nations. Plusieurs facteurs expliquent cette faiblesse, dont les plus importants sont les rivalités politiques, le niveau d'intégration économique malgré tout encore faible, des structures économiques et des niveaux de développement très différents, une concurrence systémique pour les marchés d'exportation ainsi qu'un certain manque de leadership de la part du Japon en matière monétaire – visible, entre autres, par le rôle secondaire joué par le yen à l'échelle régionale.

C'est dans ce contexte que, durant les années 1980 et 1990, la plupart des pays de la région (à l'exclusion notoire de la Chine et de Hongkong) vont opter officiellement pour un régime de taux flottant, mais, dans la pratique, vont ancrer ou établir une certaine parité de leur monnaie nationale sur le dollar américain. À l'échelle régionale, cela mènera à la création *de facto* d'un système de change quasi fixe, ce qui contribuera grandement à la stabilité monétaire et soutiendra l'intégration économique.

Non seulement la crise asiatique (1997-1998) fera voler en éclat ce système de change, mais elle révélera à la fois la vulnérabilité des pays de la région aux brusques mouvements de capitaux et l'extrême fragilité de leur système financier sur le plan de leur fonctionnement ou de la supervision gouvernementale. Depuis, en matière de change, deux approches semblent être favorisées.

À l'échelle régionale, on assiste, de la part des pays de l'ANASE + 3, à la naissance de la volonté d'une protection collective des divers systèmes de change nationaux – centrée sur l'Initiative de Chiang Mai (CMI) –, premier pas vers une intégration monétaire plus avancée. L'initiative a deux volets. D'un côté, son but est d'augmenter la transparence au niveau des données et pratiques financières, notamment en ce qui concerne les réserves internationales et les obligations externes, et

de favoriser l'adoption de meilleures normes prudentielles, de manière à consolider les systèmes financiers nationaux. D'un autre côté, elle vise l'établissement d'une série de swap, qui permettrait, en complément de fonds de secours du Fonds monétaire international (FMI) notamment, de fournir des ressources à un pays membre confronté à une forte instabilité monétaire. Si le CMI représente certainement un premier pas vers une intégration monétaire plus poussée, il reste que sa portée demeure minime : seuls le Japon et la Corée, peut-être, ont les ressources et la crédibilité nécessaires pour se porter garants de la stabilité monétaire de la région. À l'hiver 2002, les ententes négociées ne portaient dans l'ensemble que sur un montant de neuf milliards de dollars, une fraction des quelque 115 milliards fournis, lors de la crise, par le FMI à la Thaïlande, à la Malaisie, à l'Indonésie et à la Corée. En outre, le CMI n'a pas pour objectif l'atteinte d'une meilleure coordination des politiques de change et encore moins la création d'institutions monétaires communes.

En fait, à l'échelle nationale, l'étude fait ressortir l'hétérogénéité des politiques de change. À l'instar de la Thaïlande qui nous sert d'exemple type, la plupart des pays confrontés à l'instabilité monétaire durant la crise asiatique ont opté, suivant les conseils du FMI, pour un régime de change flottant, ont augmenté les taux d'intérêt nationaux, ont ouvert leur système financier aux étrangers et ont mis en branle des mesures d'ajustement structurel, mais la Malaisie et Hongkong, les deux autres cas d'analyse, ont poursuivi une approche non orthodoxe. Faisant une lecture originale des causes de la crise, qui met l'accent sur la spéculation et l'inaction des institutions financières internationales en début de crise plutôt que sur les conditions macro-économiques du pays, la Malaisie a opté pour le contrôle des capitaux. Les mesures de contrôle sont, entre autres, la fixation du ringgit au dollar au taux officiel de 3,80 ringgits par dollar, la concentration de l'ensemble des opérations boursières sur le parquet du *Kuala Lumpur Stock Exchange*, l'obligation pour les non-résidents de détenir au moins une année leurs actions, l'élimination du commerce international en monnaie nationale, des contrôles quantitatifs sur les sorties de monnaies et, enfin, l'imposition de conditions sévères sur les transferts de fonds vers les comptes externes.

Dans le cas de Hongkong, on voit que, si son système de caisse d'émission lui a permis de traverser sans trop de mal la crise asiatique, il a dû néanmoins faire face à une série d'attaques spéculatives sous la forme de la vente massive d'options à la baisse,



engendrant par le fait même la création d'un léger différentiel entre le taux de conversion officiel (7,80 \$HK/ \$É.-U.) et le taux réel. Pour protéger la parité de leur monnaie, les autorités de Hongkong ont d'une part, comme au mois d'août 1998, agi directement sur le marché boursier pour en élever les cours et ainsi « punir » les spéculateurs, et ont, d'autre part, augmenté le niveau de leurs réserves internationales. Enfin, de manière à « cimenter » la politique monétaire, les autorités de Hongkong se sont portées garantes de la valeur en dollar des obligations de la caisse d'émission détenues par les institutions financières, ce qui augmente considérablement le coût d'une dévaluation pour les pouvoirs publics, la rendant ainsi moins probable.

## INTRODUCTION

L'instabilité monétaire et les crises de change constituent sans doute les principaux défis au fonctionnement de l'économie mondiale. D'une manière générale, elles remettent en question l'architecture financière internationale et, d'une manière plus spécifique, en Asie, elles imposent la redéfinition des politiques de change. La crise de change en Asie de l'Est et du Sud-Est qui a frappé en 1997-1998 (ci-après crise asiatique) a certainement servi de catalyseur, à cause de ses effets de contagion, de la profonde récession qui a suivi, de la révélation de la fragilité du système monétaire international et de l'extrême vulnérabilité de la plupart des pays émergents aux brusques mouvements des capitaux qui caractérisent maintenant l'économie internationale.

On accepte généralement l'idée que la stabilité monétaire favorise l'insertion des économies nationales aux courants commerciaux mondiaux en établissant une certaine prévisibilité de l'évolution des prix – que ce soit au niveau des exportations ou des importations –, et de là, l'intégration économique sur la base des avantages comparés. Il est aussi reconnu qu'elle permet le maintien de taux d'intérêt intérieurs moins élevés, diminuant ainsi le coût du financement et le rythme de l'inflation, et enfin qu'elle encourage les gains de productivité de l'économie nationale – plutôt que les variations de change – pour soutenir la compétitivité nationale.

Schématiquement, un pays peut poursuivre deux stratégies pour atteindre la stabilité monétaire. Il peut favoriser une stratégie collective et adhérer à une zone monétaire : on parle alors d'intégration monétaire<sup>1</sup>. Il s'agit d'une intégration « par le haut » lorsque, à l'image de l'Europe monétaire, l'élaboration de la politique monétaire est soutenue et encadrée par une série de normes et d'institutions communes relativement contraignantes. Il s'agit, par contre, d'une intégration « par la base » lorsque cette intégration n'est pas appuyée par des arrangements institutionnels, mais résulte d'actions gouvernementales unilatérales ou de réactions des agents privés,

---

<sup>1</sup> La présente étude sur les politiques de change en Asie de l'Est et du Sud-Est est la troisième du Groupe de recherche en économie et sécurité (GRES) portant sur l'évolution récente des systèmes de change. Sur l'union monétaire européenne, voir Opperman (2000) ; sur la dollarisation dans les Amériques, voir Arès (2001).

comme la dollarisation unilatérale ou *de facto* que l'on observe dans les Amériques. Toutefois, quelle que soit la forme qu'elle puisse avoir, l'intégration monétaire implique le renoncement à une partie ou à la totalité des souverainetés monétaires nationales et le transfert effectif de cette souveraineté à des institutions internationales ou à des gouvernements étrangers. De là, elle diminue la capacité des divers gouvernements à utiliser la politique monétaire pour atténuer les effets des chocs ou des cycles économiques. Les limites qu'impose l'intégration monétaire à la souveraineté nationale expliquent sans doute pourquoi beaucoup de pays hésitent à poursuivre cette stratégie et préfèrent atteindre la stabilité monétaire par des voies nationales. Sur ce plan, une panoplie de systèmes de change est envisageable, allant de la dollarisation unilatérale d'un côté à un système totalement flottant de l'autre, en passant par une série de systèmes intermédiaires tels que les systèmes d'ancrage et les marges de fluctuation. Toutefois, nous le verrons, pour certains, dans un contexte où les capitaux sont mobiles, seules les solutions situées aux extrêmes du spectre permettent dorénavant d'assurer la stabilité monétaire souhaitée.

La présente étude vise avant tout à prendre acte des différents systèmes de change mis en place en Asie depuis la crise asiatique. Elle fait, entre autres, ressortir que, contrairement à la situation de l'Europe monétaire et, dans une moindre mesure, celle des Amériques, en Asie l'intégration monétaire demeure encore un objectif lointain. Non seulement la région ne rencontre pas encore les critères des zones monétaires optimales définis par Robert Mundell (1961), mais un certain manque de leadership du Japon, la puissance économique régionale, jumelé aux rivalités géopolitiques qui caractérisent la région ainsi qu'à l'hétérogénéité des politiques économiques et financières, entrave le processus d'intégration monétaire en Asie. On assiste cependant à la naissance d'une volonté, à l'échelle régionale, d'une protection collective des divers systèmes de change nationaux – centrée sur l'Initiative de Chiang Mai (*Chiang Mai Initiative*, CMI) –, premier pas vers une intégration monétaire plus avancée.

L'étude se divise en trois parties. La première rappelle brièvement les causes de la crise asiatique afin de mieux expliquer les diverses initiatives régionales et nationales mises en place par la suite pour rétablir la stabilité monétaire en Asie. La seconde s'intéresse aux initiatives régionales. Elle expose principalement l'Initiative de Chiang Mai, le plan de coordination monétaire régional mis en place au lendemain de la crise, et

en discute notamment les limites financières. La troisième partie se penche sur les initiatives monétaires nationales. Si la présentation du cas japonais se justifie pleinement par la position de *leader* économique régional du Japon, les trois autres pays analysés (la Thaïlande, la Malaisie et Hongkong) représentent, jusqu'à un certain point, des « exemples-types » de diverses mesures nationales mises en œuvre pour stabiliser leurs monnaies. Ainsi, la Thaïlande témoigne d'une stabilisation économique sur le mode des prescriptions du Fonds monétaire international (FMI), la Malaisie d'une stabilisation par le contrôle des capitaux, et enfin Hongkong de l'utilisation des caisses d'émission pour mettre l'économie nationale à l'abri des mouvements de capitaux.

C'est ainsi que l'étude fait ressortir l'hétérogénéité des initiatives nationales et la difficulté d'une coopération régionale en matière monétaire. L'établissement d'un système de change quasi-fixe à l'échelle régionale avait favorisé l'essor économique et l'intégration de la zone dans les années 1980 et 1990 et on assiste à un début de coopération monétaire à l'échelle régionale, mais depuis la crise asiatique, les pays de la région asiatique recherchent avant tout des solutions nationales à leur problème d'instabilité monétaire.

## LA CRISE FINANCIÈRE EN ASIE (1997-1998)

Jusqu'alors, la plupart des pays touchés par la crise asiatique étaient cités comme parfaits exemples de décollage industriel et d'insertion à l'économie mondiale (tableau 1). Bien peu pouvaient prévoir l'ampleur des crises qui allaient frapper. La croissance était soutenue, les investisseurs se pressaient aux portes, le niveau de vie s'élevait, l'endettement externe demeurait relativement bas, l'inflation était faible et les déficits publics à peu près inexistant. Malgré cela, au plus fort de la crise en 1998, la plupart des pays ne seront pas capables d'empêcher la débâcle et connaîtront de fortes dépréciations de leur monnaie nationale (tableau 2). Hormis Hongkong et la Chine, durant les deux années (1997-1998) de la crise asiatique, la plupart des pays de la région ont vu leur monnaie nationale perdre de leur valeur par rapport au dollar des États-Unis (ci-après le dollar). Parmi les plus malmenés, le baht thaïlandais, le peso philippin et le won coréen vont ainsi perdre environ la moitié de leur valeur par rapport au dollar, et dans le cas du rupiah indonésien, la monnaie la plus touchée, la perte s'élèvera à plus de 200 % (voir tableau 3)<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Pour bien évaluer l'ordre de grandeur des dégâts, on peut souligner que le gouvernement malais estimait à près de 250 milliards de dollars le coût économique de la crise (*The Business Times online*, édition 2001).

Tableau 1 : **Quelques indicateurs socio-économiques des pays de l'Asie de l'Est et du Sud-Est (1998)**

Pays	Population (millions)	PIB (milliards \$É.-U.)	PIB par habitant (\$ É.-U.)	Croissance annuelle moyenne du PIB (%)	
				1980-90	1990-98
Cambodge	11,5	3,0	280	n.d.	5,1
Chine	1 238,6	928,9	750	10,1	11,2
Corée	46,4	369,9	7 970	9,4	6,1
Hongkong (Ch.)	6,7	158,3	23 670	6,9	4,4
Indonésie	203,7	138,5	680	6,1	5,8
Japon	126,5	4 089,9	32 380	4,0	1,5
Malaisie	22,2	79,8	3 600	5,3	7,4
Philippines	75,1	78,9	1 050	1,0	3,3
Singapour	3,1	95,1	30 060	6,7	8,5
Taiwan	21,9	267,2	n.d.	n.d.	n.d.
Thaïlande	61,2	134,4	2 200	7,6	5,7
Vietnam	76,5	25,6	330	4,6	8,4

Source : Bovet, Sylvie (2001), « Annexe statistique », in Boulanger, Éric (sous la dir.), L'APEC, Rapport de recherche, Groupe de recherche en économie et sécurité - GRES, Chaire Raoul-Dandurand, UQAM (mai) pp.239-244.

Tableau 2 : **Évolution des taux de change (monnaie nationale/ dollar, moyenne annuelle) (1993-2000)**

Pays	Monnaie	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Cambodge	Riel	2689,0	2545,3	2450,8	2624,1	<b>2946,3</b>	<b>3744,4</b>	3807,8	3840,8
Chine (RPC)	Renminbi/Yuan	5,8000	8,446	8,3174	8,2982	<b>8,2798</b>	<b>8,2787</b>	8,2795	8,2774
Corée	Won	802,7	803,5	771,3	804,5	<b>951,3</b>	<b>1 401,4</b>	1 188,6	1131,0
Hongkong	Hongkong Dollar	7,7356	7,7284	7,7358	7,7343	<b>7,7421</b>	<b>7,7453</b>	7,7575	7,7912
Indonésie	Rupiah	2087	2161	2249	2342	<b>2909</b>	<b>10014</b>	7852	8422
Laos	Kip	716,3	717,7	804,7	921,0	<b>1259,9</b>	<b>3298,3</b>	7102,0	7887,6
Malaisie	Ringgit	2,5741	2,6243	2,5044	2,5159	<b>2,8132</b>	<b>3,9244</b>	3,8000	3,8000
Myanmar	Kyat	6,1570	5,949	5,6670	5,9176	<b>6,2418</b>	<b>6,3432</b>	6,2858	6,5167
Philippines	Peso philippin	27,120	26,417	25,715	26,216	<b>29,470</b>	<b>40,893</b>	39,089	44,192
Singapour	Dollar de Singapour	1,6158	1,5274	1,4174	1,4100	<b>1,4848</b>	<b>1,6736</b>	1,6950	1,7240
Taiwan	Dollar de Taiwan	26,387	26,457	26,486	27,458	<b>28,703</b>	<b>33,456</b>	32,270	31,235
Thaïlande	Baht	25,32	25,15	24,92	25,34	<b>31,36</b>	<b>41,36</b>	37,81	40,11
Vietnam	Dông	10641	10692	11035	11033	<b>11398</b>	<b>12203</b>	13793	14163

Source : Asian Development Bank, Key Indicators 2001 [www.adb.org].

Comme le montre le tableau 3, on peut regrouper en quatre grandes catégories les facteurs qui ont contribué à l'amplitude des crises<sup>3</sup>. D'abord, il y a ceux liés à la faiblesse des lois et de la supervision des institutions bancaires qui, avec l'éclatement de la bulle de l'immobilier, vont pleinement se révéler et faire apparaître des systèmes financiers grevés de mauvaises créances, ce qui au Japon en particulier mine encore aujourd'hui le retour à la croissance. Un autre groupe de facteurs se rattache à l'action gouvernementale, allant de manques flagrants du point de vue de la transparence et de la fiabilité des données économiques à des retards et des inconsistances dans l'action des gouvernements en début de crise. Un troisième groupe se rattache à la volatilité des capitaux investis dans les nouveaux pays industriels attirés par la promesse de forts rendements boursiers dans un contexte de ralentissement et de faibles taux d'intérêts en Amérique et en Europe. Enfin, ce qui est plus important pour notre propos, il y a les facteurs liés à la politique de change.

Tableau 3 : **Les causes de la crise asiatique**

---

**Internes**

- \*Mauvaise gestion et pratiques bancaires douteuses
- \*Éclatement de la bulle de l'immobilier et multiplication des mauvaises créances bancaires
- \* Déficience du cadre réglementaire des systèmes financiers
- \* Dans certains cas, actions gouvernementales inadéquates en début de crise

---

**Externes**

- \* Diminution des conditions de croissance
  - \* Vulnérabilité aux mouvements de capitaux à court terme
  - \* Fixation des monnaies régionales au dollar tandis que l'essentiel des échanges est intra-régional
  - \* Difficulté d'ajuster les taux de change en fonction des nouvelles réalités économiques
  - \* Inconsistances dans l'action des institutions financières multilatérales en début de crise
- 

Historiquement, la plupart des pays du Sud-Est asiatique maintenaient une parité *de facto* entre leur monnaie et le dollar, ce qui avait entre autres pour effet de soutenir l'intégration économique en maintenant une parité monétaire relative au plan

---

<sup>3</sup> La discussion qui suit s'appuie principalement sur IMF Staff (1998) ; Lane (1999) et Aghevli (1999).

régional. Même les pays qui, comme l'Indonésie, les Philippines ou encore la Thaïlande, tenaient compte des fluctuations du yen dans leurs interventions monétaires respectives avaient une forte tendance à surpondérer le poids du dollar dans leurs décisions (Eichengreen et Bayoumi, 1996 : 4-5). Cependant, ce régime monétaire quasi-fixe possédait en son sein deux grandes faiblesses. D'une part, une faible coordination monétaire des pays participants – jumelée, dans certains cas, à une concurrence commerciale et monétaire – qui minait les possibilités d'une approche coordonnée des ajustements monétaires. D'autre part, un alignement avec le dollar alors que les États-Unis n'absorbent qu'entre le dixième et le tiers des exportations asiatiques, le Japon et les autres pays de la région absorbent ensemble le gros des exportations régionales, ce qui provoquera des distorsions importantes au plan commercial (tableau 4).



Tableau 4 : Destination des exportations de l'Asie de l'Est et du Sud-Est

Origine	Année	Valeur M \$	Destination (%)				
			É.-U.	Japon	U.E.	Asie (sauf Japon)	Autres
Cambodge	1985	n.d.	n.d.	7,0	n.d.	67,9	11,9
	1998	0,8	n.d.	n.d.	13,2	n.d.	n.d.
Chine (RDC)	1985	0,2	8,5	22,3	7,8	38,2	23,3
	1998	183,6	20,7	16,2	n.d.	31,5	31,6
Chine (HK)	1985	30,2	30,8	4,2	11,8	35,6	17,6
	1998	174,0	23,4	5,3	n.d.	41,6	29,7
Corée du Sud	1985	30,3	35,6	15,0	10,4	12,9	26,0
	1998	132,3	17,4	9,3	n.d.	30,2	43,2
Indonésie	1985	18,6	21,7	46,2	6,0	17,2	8,8
	1998	48,8	15,8	17,6	n.d.	31,1	35,4
Japon	1985	177,2	37,6	Nil	13,1	n.d.	n.d.
	1998	388,0	30,9	Nil	18,4	n.d.	n.d.
Laos	1985	0,0	2,7	6,6	0,5	71,9	18,4
	1998	0,4	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Malaisie	1985	15,4	12,8	24,6	13,6	38,1	11,0
	1998	73,3	21,6	10,5	n.d.	37,4	30,5
Myanmar	1985	0,3	0,8	8,4	8,4	47,1	35,4
	1998	1,1	13,2	6,7	n.d.	44,5	35,6
Philippines	1985	4,6	35,9	19,0	13,8	19,5	11,8
	1998	27,8	34,4	14,4	n.d.	20,5	31,0
Singapour	1985	22,8	21,2	9,4	10,1	36,7	22,5
	1998	109,8	19,9	6,6	n.d.	41,5	32,0
Taïwan	1985	n.d.	15,5	11,3	5,5	15,6	52,1
	1998	n.d.	26,6	8,4	17,8	36,7	10,4
Thaïlande	1985	7,1	19,7	13,4	17,8	27,1	22,0
	1998	54,5	22,3	13,7	n.d.	27,3	36,6
Vietnam	1985	0,3	n.d.	17,4	6,2	50,4	26,0
	1998	9,1	6,2	18,1	n.d.	19,8	55,9

n.d. Donnée non disponible ou négligeable.

Sources : Répartition des exportations, sauf Japon, d'après Asian Development Bank, Asian Development Outlook 2000, Statistical Appendix table A12; les données sur le Japon d'après World Bank, World Economic and Social Survey 2000, Statistical Tables, Table A14; et la valeur des exportations d'après IMF, Direction of Trade Statistics Yearbook 1991 et 1999.

Dans le contexte de parité *de facto* avec le dollar, l'appréciation du dollar par rapport au yen, qui s'intensifie à partir de la seconde moitié de 1995, impliquait une diminution de la compétitivité des produits du Sud-Est asiatique par rapport aux produits japonais, que ce soit sur les marchés japonais ou les marchés tiers, et avec elle, une diminution des exportations, le gonflement des déficits commerciaux et un

ralentissement généralisé (Ito, Ogawa et Sasaki, 1998). En dépit du fait que sur le plan commercial, pour certains pays, la dévaluation devenait pratiquement inévitable, beaucoup de gouvernements vont être lents à réagir craignant qu'une dévaluation ne signifie la fin de l'investissement étranger, autre moteur de leur croissance. Certains gouvernements se sont donc retrouvés dans la fâcheuse position de maintenir une monnaie surévaluée en intervenant massivement sur le marché jusqu'à épuisement de leurs réserves internationales (Aghevli, 1999). Lorsque les gouvernements de l'Indonésie, de la Corée et de la Thaïlande réagissent enfin, il est déjà trop tard<sup>4</sup>. La crise est déjà bien installée. C'est dans un état de panique, à coup d'attaques spéculatives et de fuites de capitaux, que les dévaluations massives vont se succéder et se propager d'un pays à l'autre non seulement en Asie mais également en Amérique latine et en Russie (IMF Staff, 1998).

### **Vers une approche monétaire régionale ?**

Les différentes crises financières vont mettre fin abruptement à ce régime monétaire quasi-fixe et pousser la plupart de ces pays à se tourner vers des régimes de taux flottants, les cas de la Malaisie et de Honk Kong, nous le verrons, faisant ici figure d'exceptions régionales. Depuis, certains ont proposé que l'Asie se dote, à l'image de l'Union européenne, d'une monnaie commune, de manière à stimuler le commerce et la mobilité des capitaux à travers la zone, tout en préservant une flexibilité monétaire vis-à-vis du dollar, de l'euro ou du yen<sup>5</sup>. Toutefois, comme le rappelaient Bayoumi et Mauro (1999), les niveaux de développement, l'orientation des politiques économiques et les conditions macro-économiques des pays de la région sont encore trop divergents pour qu'une union monétaire du Sud-Est asiatique soit envisageable à court ou à moyen terme (voir tableau 1). Cependant, Eichengreen et Bayoumi (1996) avaient déjà fait remarquer qu'en Europe, une forte volonté politique et un haut degré d'institutionnalisation avaient permis d'aller au-delà des critères stricts des zones monétaires optimales et avaient fait avancer l'intégration monétaire, mais indiquaient, par contre, qu'en Asie, la volonté politique était faible et le niveau d'institutionnalisation

---

<sup>4</sup> Par exemple, ce n'est que lorsque leurs réserves internationales eurent pratiquement disparu que la Thaïlande et la Corée du Sud ont demandé l'aide du FMI et de la communauté internationale (Aghevli, 1999).

<sup>5</sup> Voir, par exemple, Bayoumi et Mauro (2001).

presque inexistant, ce qui, selon Agnès Bénassy-Quéré, avait justement favorisé le développement du système quasi fixe au dollar (1997).

Cela explique sans doute pourquoi certains proposent plutôt l'adoption d'un standard monétaire commun sur lequel les pays participants pourraient établir une certaine marge de fluctuation de leur monnaie<sup>6</sup>. Pour Masahiro Kawai et Shinji Takagi (2000), il ne s'agirait pas de revenir au système quasi fixe des années 1990, ni d'imposer un système de change unique, il s'agirait de développer des mécanismes souples de coordination des politiques monétaires à l'échelle régionale. Ce qui, d'après eux, permettrait, en assurant une certaine stabilité monétaire régionale, de promouvoir le commerce et l'investissement direct étranger (IDE) et de diminuer le risque d'ajustement brutal des monnaies ou la fuite des capitaux.

Quoi qu'il en soit, nous sommes encore loin du jour où l'Asie adoptera une monnaie commune voire même un panier de monnaies commun, les structures économiques et les divergences politiques demeurent encore trop grandes. Cela dit, il demeure que l'on voit se développer un début de coopération monétaire à l'échelle régionale dont l'Initiative de Chiang Mai est la meilleure expression.

### **L'Initiative de Chiang Mai (CMI)**

Depuis la crise, la plupart des pays asiatiques ont opté pour une protection commune des diverses monnaies : au plus fort de la crise, le gouvernement japonais est même allé jusqu'à proposer la création d'un Fonds monétaire asiatique, proposition aujourd'hui abandonnée devant l'opposition des États-Unis et de l'Europe, mais aussi devant celle de nombreux pays asiatiques. À l'instigation initiale de l'Indonésie, de la Malaisie, des Philippines, de Singapour et de la Thaïlande, la coopération monétaire dans la région va plutôt prendre la forme de la ratification d'une série d'ententes bilatérales visant à créer un réseau de swap. Durant la 4<sup>e</sup> rencontre des ministres des Finances de l'ANASE<sup>7</sup> à Brunei les 24-25 mars 2000, ces pays ont convenu, d'une part, de porter de 200 millions de dollars à un milliard de dollars les sommes pouvant être obtenues à travers les ententes de swap existantes et, d'autre part, d'explorer la

---

<sup>6</sup> Voir, entre autres, McKinnon (2000) ; Kawai et Takagi (2000).

<sup>7</sup> L'ANASE comprend le Brunei Darussalam, le Cambodge, l'Indonésie, le Laos, la Malaisie, le Myanmar, les Philippines, Singapour, la Thaïlande et le Vietnam.

possibilité d'étendre le réseau de swap à l'ensemble des pays de l'ANASE ainsi qu'au Japon, à la Chine et à la Corée du Sud.

Ce groupe de pays, désormais connu comme l'ANASE + 3, a permis de supprimer d'importantes limites à la coopération pan-asiatique. D'une part, en assurant le *leadership* à l'ANASE, il diminue les rivalités géostratégiques entre le Japon et la Chine voire entre ces pays et la Corée du Sud qui prend ombrage de son rôle de second violon. D'autre part, en excluant la participation de Taïwan et de Hongkong, l'ANASE + 3 ménage les susceptibilités des autorités chinoises, qui entravent les travaux d'autres forums comme celui de la Coopération économique Asie-Pacifique (APEC) (Goad, 2000).

C'est ainsi qu'en marge de la rencontre annuelle des gouverneurs de la Banque asiatique de développement (*Asian Development Bank*, ADB) de mai 2000 fut lancée, à Chiang Mai (Thaïlande), l'initiative du même nom. D'une part, l'Initiative de Chiang Mai (CMI) vise à mettre, en cas de crise monétaire, à la disposition d'un pays de l'ANASE + 3 en difficulté les ressources des autres pays en complément des ressources consenties par le FMI à ce pays. D'autre part, elle cherche à prévenir de nouvelles crises, en favorisant un effort commun de transparence sur le plan des données financières, notamment celles concernant le niveau des réserves internationales et les obligations externes (Saker, 2001).

La rencontre d'Honolulu (Hawaii, États-Unis) de la ADB de mai 2001 a permis de réaffirmer la volonté commune de poursuivre l'initiative de Chiang Mai, qui jusqu'à maintenant (octobre 2001) a pris la forme de quatre nouvelles ententes bilatérales de swap. Par ces ententes, le Japon, la principale puissance industrielle de la région, s'engageait, en cas de difficultés monétaires, à fournir des devises pour une valeur de deux milliards de \$ É.-U. à la Corée, de trois milliards à la Thaïlande et aux Philippines, et d'un milliard à la Malaisie, en complément des engagements déjà pris envers certains de ces pays dans le cadre du New Miyazama Initiative (NMI), le plan de relance japonais destiné aux pays de la région affectés par la crise asiatique<sup>8</sup> (tableau 5). Dans le cadre du CMI, le Japon négocie présentement un accord de swap avec la Chine tandis que la Corée fait de même avec la Chine et la Thaïlande (tableau 5).

Tableau 5 : CMI : **Les ententes bilatérales de SWAP**

Accord	Montant (Milliard \$É.-U.)			Date de l'accord
	CMI	NMI	Total	
Japon-Corée	2,0	5,0	7,0	Juillet 2001
Japon-Thaïlande	3,0	0,0	3,0	Juillet 2001
Japon-Philippines	3,0	0,0	3,0	Août 2001
Japon-Malaisie	1,0	2,5	3,5	Octobre 2001
Japon-Chine				En négociation
Corée-Chine				En négociation
Corée-Thaïlande				En négociation

Sources : Japon, Ministère des Finances (2001) ; BizAsia News (2001).

Malgré des avancées certaines, la création de cette protection monétaire commune reste largement à faire. Plusieurs obstacles doivent prioritairement être levés. D'abord, craignant des abus et des malversations, le Japon insiste, avant de s'engager plus activement dans le processus, pour que seulement 10 % des fonds accessibles soient discrétionnaires et que les 90 % restants ne puissent être utilisés que sous la supervision du FMI. Mais d'autres pays, la Malaisie notamment, voudraient un seuil discrétionnaire plus élevé et ne veulent aucun rôle de supervision du FMI (*BizAsia*, 2001). La position japonaise semble désormais l'emporter : le 8 mai 2001, les ministres des Finances des pays de l'ANASE convenaient que les ressources dégagées des accords swap devaient « compléter » celles fournies par le Fonds monétaire international (*Dawn*, 2001).

Mais il y a plus important : les ressources engagées jusqu'à maintenant demeurent largement symboliques et sont loin de représenter les quelque 35 milliards dépensés par la Thaïlande, la Malaisie, l'Indonésie et la Corée pour défendre leurs monnaies respectives durant la crise, ou encore les quelque 115 milliards de dollars fournis à titre d'aide d'urgence par le FMI à ces pays (EIU, 2001).

Dernier obstacle, il se peut que la ratification de ces ententes ait un effet contraire à celui qui est attendu. Sur ce plan, deux scénarios sont envisageables. D'une part, lorsqu'un pays porte assistance à un pays en difficulté et lui fournit une partie de ses devises, il est possible que cela le rende lui-même vulnérable à un effet de contagion. En fait, compte tenu des niveaux de développement et des sommes en jeu, seul le Japon a la

<sup>8</sup> Pour une présentation du NMI voir Japon, Ministère des Finances (1998).

crédibilité et les fonds nécessaires pour agir à titre de bailleur de fonds de dernier recours dans la région. Sur ce dernier plan, la participation d'acteurs extra-régionaux, comme les États-Unis et l'Europe, ou encore des grandes institutions financières internationales apparaît presque comme une condition obligée à la gestion de la stabilité monétaire de l'Asie. D'autre part, la ratification d'une entente de swap peut être interprétée par le marché comme un aveu de faiblesse, et en cela, encourager les attaques spéculatives (EIU, 2001).

Néanmoins, il demeure que le CMI est une illustration claire d'une nouvelle volonté régionale d'agir collectivement pour assurer la stabilité monétaire de chacun, et ainsi, de poursuivre le processus d'intégration économique en cours. Si, à l'avenir, le CMI peut servir de base à une nouvelle architecture financière en Asie, pour l'heure, c'est plutôt le chacun pour soi qui a été privilégié en matière de politique de change.

## LES EXPÉRIENCES NATIONALES

L'extrême vulnérabilité des économies émergentes aux vastes mouvements de capitaux, qui caractérisent maintenant l'économie mondiale, a mené à une remise en question des systèmes de change intermédiaires, tels que les systèmes d'ancrage monétaire et les marges de fluctuations. L'argument, connu comme celui des « solutions en coin », est que les pays en développement n'ont ni la crédibilité ni les ressources financières nécessaires pour soutenir leur monnaie nationale face aux vastes mouvements de capitaux. Leurs efforts en ce sens ne mènent généralement qu'à l'épuisement rapide de leurs réserves internationales et au maintien de taux d'intérêt intérieur extrêmement élevés sans que cela ait vraiment d'effets sur la stabilité de leur monnaie. Suivant ce raisonnement, les pays font face à deux options : soit, comme le recommande entre autres le Fonds monétaire international, ils optent pour un système de change flottant où seules les forces du marché déterminent l'évolution du taux de change, soit, à l'autre extrême du spectre, ils adoptent des systèmes de change fixe, tels que les caisses d'émission et la dollarisation<sup>9</sup>.

Chacune des solutions proposées comporte des avantages et des inconvénients. Si les systèmes de change flottant prémunissent contre l'ajustement monétaire brutal, ils ont des incidences réelles sur le rythme de l'inflation, sur le niveau de vie de la population, sur l'allocation des ressources, et ils transmettent directement les chocs externes à l'économie nationale. C'est en ce sens que Guillermo Calvo et Carmen Reinhart (2000) affirment qu'en dépit du fait que la plupart des pays disent adhérer à un système de change flottant, en pratique, ils optent pour le maintien d'une certaine parité avec une monnaie forte. Toutefois, comme le veut l'argument des solutions en coin, cela est remis en question par les mouvements de capitaux, ce qui pousserait les pays à rechercher des systèmes de change totalement fixe.

Mais si l'argument peut expliquer le mouvement vers la dollarisation d'un certain nombre de pays latino-américains, notamment en Amérique centrale et andine,

---

<sup>9</sup> Voir, entre autres, Fisher (2001) ; Mussa et al. (2000) ; Haussman et al. (1999).

un tel mouvement tarde à se manifester en Asie<sup>10</sup>. On observe plutôt le maintien des systèmes flottants, seule la Malaise ayant opté pour le contrôle des changes, et une volonté commune de coopérer pour protéger la stabilité monétaire. Par ailleurs, bien que l'on ne puisse généraliser l'argument à l'ensemble des pays de la région étant donné l'étroitesse de l'échantillon étudié, il demeure, comme nous le verrons, que dans les cas de la Thaïlande, de la Malaisie et de Hongkong, l'action politique a été un facteur facilitant le retour à la stabilité monétaire et donc à la reprise, ce qui contredit évidemment l'hypothèse des solutions en coin.

### **Le Japon : Une crise de leadership**

Malgré la force économique du Japon, le yen, la monnaie japonaise, n'a jamais assumé de rôle monétaire international important. Même en Asie de l'Est et du Sud-Est où pourtant le pays assure une part substantielle du commerce et de l'investissement de la région, le dollar a traditionnellement joué – et joue toujours – un rôle plus important non seulement du point de vue du commerce entre les pays de la région et les États-Unis mais aussi du commerce intra-régional<sup>11</sup>. En fait, l'émergence d'un soi-disant bloc asiatique dont le Japon serait la pièce angulaire n'a guère jusqu'à maintenant été appuyée par un nouveau rôle pour le yen<sup>12</sup>.

L'effacement du yen par rapport au dollar est, jusqu'à un certain point, le reflet d'une politique délibérée du Japon<sup>13</sup>. Entre 1949 et 1971 en conformité aux accords de Bretton Woods, la valeur du yen sera fixée par rapport à l'étalon or-dollar. Ce n'est qu'avec la fin de la convertibilité monétaire et l'adoption de la politique de taux flottant, adoptée en 1973, que le yen entreprendra sa rapide appréciation vis-à-vis du dollar. Durant les années 1970, un yen fort permettait d'assurer, à un prix relativement peu élevé, le financement des approvisionnements énergétiques et en ressources naturelles nécessaires à l'expansion industrielle japonaise. Les excédents commerciaux toujours plus imposants, de même que la forte épargne nationale vont rapidement poser le

---

<sup>10</sup> Sur la dollarisation, voir l'étude d'accompagnement de cette série, Arès (2000).

<sup>11</sup> De fait, les accords de la Plaza de 1985, qui ont engendré une forte appréciation du yen par rapport au dollar, ont favorisé, pour soutenir la compétitivité internationale des produits japonais, l'intensification du commerce régional et l'investissement japonais dans les pays du Sud-Est asiatique. Mais près de 55 % (54,9 %) des exportations et plus de 70 % (72,7 %) des importations japonaises en provenance ou en direction de cette région étaient facturées en dollar plutôt qu'en yen (Sato, 1999 : tableau 7).

<sup>12</sup> Voir, entre autres, Sato (1999) ; Hada et Sahel (1997) ; Frankel et Wei (1994a) ; (1994b) ; Ito (1993).

<sup>13</sup> Pour une analyse plus approfondie de la politique monétaire japonaise, voir Guillouet (1997).



problème de la surabondance de capitaux et donc celui du recyclage. Ainsi, si l'incapacité avérée de la demande interne d'absorber les excédents autorisait le maintien des taux d'intérêts réels très bas, cela avait également le fâcheux inconvénient de prêter le flanc au laxisme en matière de prêt et de crédit. C'est ainsi que le Japon va devenir l'un des principaux créanciers internationaux, avec pour effet pervers le soutien de la demande internationale pour le yen durant les années 1980. Parallèlement, durant cette décennie, on assiste de plus en plus à un durcissement de la politique commerciale américaine vis-à-vis du Japon. Avec les déficits commerciaux récurrents comme preuve, Washington ne se gênera plus pour accuser ouvertement le Japon de pratiques commerciales déloyales et pour le menacer de prendre des mesures de rétorsions à son égard si rien n'est fait pour remédier à cette situation. La réponse japonaise prendra en partie la forme de l'accord yen-dollar de 1984 qui ouvrira l'épargne japonaise aux étrangers, permettra l'établissement d'institutions financières étrangères sur le territoire national<sup>14</sup> et modernisera les lois et pratiques bancaires, le tout ayant pour objectif l'internationalisation du yen et, accessoirement, la réduction de l'excédent commercial japonais aux États-Unis par une monnaie japonaise de plus en plus forte.

Durant les années 1980, les entreprises japonaises ont entrepris de délocaliser une part appréciable de leur production pour contrer la perte de compétitivité engendrée par un yen surévalué mais aussi pour se rapprocher des marchés potentiels et, parfois, contourner les entraves commerciales mises en place pour restreindre leurs exportations, ou encore pour profiter de plus faibles coûts de production, comme ce fut notamment le cas en Asie du Sud-Est. Si la mesure a permis de préserver la profitabilité des firmes japonaises et de favoriser une plus grande intégration économique de la région, elle a aussi eu un important effet récessif sur l'activité économique et sur le marché de l'emploi au Japon.

Tandis que, durant les années 1970 et 1980, un yen fort était vu comme un avantage, dans le contexte d'une détérioration des conditions macro-économiques – dans laquelle est plongé le Japon depuis le début des années 1990 –, une monnaie forte

---

<sup>14</sup> Néanmoins, comme le rappelle Guillouët (1997 : 87), le maintien d'un grand nombre de barrières dissuasives, telles que le cloisonnement institutionnel, la réglementation stricte des tarifs ou encore la fermeture de la gestion des fonds de pension et de l'assurance aux étrangers auront pour effet de réduire grandement l'attrait du marché japonais pour les institutions étrangères et, en pratique, de permettre de réserver l'essentiel du marché japonais aux institutions financières nationales.

est de plus en plus perçue comme un luxe coûteux, qui mine la compétitivité des produits japonais sur les marchés étrangers et nuit ainsi à la relance économique (Meredith, 1998). Si la dépréciation du yen par rapport au dollar stimule la croissance japonaise durant l'année 1996 et le premier trimestre de 1997<sup>15</sup>, elle aura également pour effet d'inciter les autres économies de la région, en particulier la Corée et Taïwan, à dévaluer leur monnaie respective de manière à maintenir la compétitivité internationale de leurs produits par rapport aux produits japonais (Twa, 1998).

Aujourd'hui, le Japon fait face à un dilemme semblable. Depuis l'automne 1997, le pays connaît la pire récession de l'après-guerre. Tandis que les Japonais, habitués au plein emploi, connaissent désormais le chômage, qui s'élève déjà à plus de 5 %, le risque d'une dépression majeure se confirme de plus en plus. La dévaluation, qui permettrait de redynamiser le secteur exportateur, apparaît de plus en plus comme la seule alternative à l'échec de la politique expansionniste de taux d'intérêts-zéro (voire parfois négatifs si l'on tient compte de l'inflation) et des quelque 750 milliards de dollars investis depuis 1993 dans des stimulations de type keynésiennes<sup>16</sup>. Mais une dévaluation du yen risquerait d'entraîner la région dans une autre série de dévaluation compétitive avec, en bout de ligne, le risque d'une nouvelle crise financière. Toutefois, avec le problème de la fragilité du système financier qui n'est toujours pas réglé<sup>17</sup>, la crise de confiance des consommateurs qui depuis 1998 provoque la déflation et la récession qui s'accroît depuis l'automne 2000, il devient de plus en plus difficile pour les autorités japonaises de résister (Leahy, 2001). En fait, le yen montre à nouveau des signes de

---

<sup>15</sup> Durant cette période, le yen va quitter son sommet de la décennie, atteint durant l'année 1995, d'environ 85 yens au dollar pour fléchir à près de 125 yens au dollar au début de 1997. Au moment de la crise, le yen a eu tendance à légèrement s'apprécier pour atteindre près de 115 yens au dollar durant l'automne. Néanmoins, dès l'année suivante, il se dépréciait à nouveau pour atteindre un creux de l'ordre de 145 yens au dollar. Par la suite et jusqu'au milieu de l'année 2000, le yen va rapidement s'apprécier pour s'échanger à un peu plus de 100 yens au dollar. Depuis, le yen montre quelques signes de faiblesses, perdant près de 10 % de sa valeur par rapport au dollar (Desjardins, *Études économiques*, 2000 : 43).

<sup>16</sup> Non seulement les effets de la politique de taux-zéro sur la relance tardent encore à se manifester, mais certains pensent que les faibles taux pratiqués depuis des années au Japon ont contribué à la formation d'une bulle spéculative et au laxisme des pratiques bancaires, et qu'encore aujourd'hui elles nuisent à l'assainissement du système bancaire japonais, les mauvaises créances pouvant toujours être reconduites à un coût presque symbolique. Sur les effets de la politique d'intérêt zéro, voir Shirakawa (2001) ; BRI (2001) ; Guichard (1998).

<sup>17</sup> À partir de novembre 1996, dans le but d'assainir le système bancaire et de redonner confiance dans le système financier, le gouvernement japonais a mis en œuvre une réforme bancaire importante, connue comme celle du big bang financier, qui fait de la déréglementation et de l'autonomie bancaire le principe régulateur de l'industrie (voir, entre autres, Boulanger 2000).

faiblesses par rapport aux autres monnaies, ayant au cours de l'hiver 2001 perdu près de 15 % de sa valeur face au dollar et près de 21 % par rapport à l'euro (BRI, 2001 : 88-89).

### **Thaïlande : Une sortie de crise à la FMI**

Le partenariat entre une classe entrepreneuriale dynamique et un État interventionniste permit que la Thaïlande connaisse entre 1950 et 2000 une croissance réelle moyenne de l'ordre de 6,6 % et donc que, durant la même période, elle multiplie par sept le PIB par habitant. Mais ce partenariat allait être abruptement remis en question le 2 juillet 1997 (Jansen, 2001 : 343). Après avoir défendu la parité du baht, la monnaie nationale, jusqu'à épuisement des réserves internationales, la banque centrale thaïlandaise abandonnait le système d'ancrage quasi-fixe au dollar, ce qui allait enclencher la crise monétaire qui durant les dix-huit mois suivants frapperait la plupart des pays « émergents ».

Une présentation rapide des causes de la crise en Thaïlande est particulièrement indiquée. Contrairement aux autres pays, la Thaïlande, étant à l'origine de la vague d'instabilité monétaire, ne sera pas influencée par un effet de contagion ou par la panique des agents financiers. Dans ce cas, comme le rappelaient Guglietta et Sgard (1998 : 171), l'ensemble des causes est endogène<sup>18</sup>. D'abord, malgré le fait que la croissance et les rendements sur le capital investi s'étaient poursuivis durant les cinq années précédentes (1991-1995), il reste que, par rapport à la période 1986-1991, ces derniers ont commencé à montrer des signes d'essoufflement. Ils sont passés d'un taux moyen de 10,3 % à 8,6 % dans le premier cas, et de 11,4 % à 9,9 % dans le second. Sans doute meilleur indicateur de la détérioration des conditions de croissance en Thaïlande durant la période précédant la crise monétaire, le ralentissement du taux moyen de croissance du PIB correspond à une période où l'investissement privé et public a fortement augmenté : de 31 % du PIB en moyenne durant la période 1986-1991, il s'élèvera ainsi à 40,4 % du PIB en moyenne entre 1991 et 1995 (Guglietta et Sgard, 1998 : 172).

Puis, la fragilisation de la santé financière de bon nombre de firmes qui résultera de la détérioration des conditions de croissance sera en partie masquée, voire accentuée, par un accès facile au capital, visible, d'une part, par une appréciation substantielle du

niveau d'endettement privé externe (qui passera ainsi de 17,8 à 66,2 milliards de dollars entre 1991 et 1995) et, d'autre part, par une augmentation de la dette totale en pourcentage des fonds propres d'un large échantillon de firmes cotées en bourse (qui augmentera ainsi de 184 en 1992 à 236 en 1996) (Guglietta et Sgard, 1998 : 173-174).

L'endettement des firmes a été facilité par la faiblesse et le manque évident de supervision du système bancaire. L'un et l'autre résultent d'une culture bancaire liée au blanchiment du produit d'activités illicites – le commerce de la drogue et la prostitution en tête –, de la forte épargne nationale – qui durant la période 1991-1995 avoisinera annuellement environ 34 % du PIB – et, enfin, d'investisseurs internationaux qui seront lents à reconnaître les difficultés thaïlandaises dans l'atmosphère de *boom* économique et y investiront leurs capitaux par le biais de la bourse ou du système bancaire (Guglietta et Sgard, 1998 : 173-174). C'est en ce sens que Paul Krugman (1998b) va soutenir l'hypothèse que les crises financières en Asie, et en particulier en Thaïlande, trouvent leur origine dans une situation d'aléa moral : la forte disponibilité des capitaux pouvait servir à masquer la fragilité du système bancaire et de ses clients et ne favorisait guère l'étude diligente de l'utilisation des crédits. Sur le plan de la fragilité du système bancaire thaïlandais, il ne faudrait pas non plus oublier l'impact de la libéralisation financière de 1993 qui, en permettant aux firmes privées un large accès aux capitaux internationaux, a finalement eu deux effets importants. D'une part, elle a alimenté la formation d'une bulle spéculative dans le domaine de l'immobilier et le surinvestissement dans le domaine industriel, et cela, nous l'avons souligné, malgré une baisse généralisée sur le rendement du capital investi. Et d'autre part, elle a lié la croissance et la stabilité économique à l'évolution du change (Guglietta et Sgard, 1998 : 173-175).

Ce dernier élément aide à mieux comprendre que la décision d'abandonner en juillet 1997 le système d'ancrage ait servi de déclencheur à la crise asiatique. La rupture a été annoncée par le fort ralentissement du rythme de croissance des exportations qui passera d'environ 21 % durant les années 1994-1995 à seulement 3 % en 1996, baisse que l'on attribue généralement, d'une part, à la hausse du dollar auquel le baht était alors rattaché, et, d'autre part, à la dépréciation du yen japonais et du renminbi chinois, ces

---

<sup>18</sup> Les passages qui suivent s'appuient principalement sur Guglietta et Sgard (1998) et, dans une moindre mesure, sur Warr (1998) et Lauridsen (1998).

deux facteurs monétaires affectant la capacité concurrentielle relative des produits thaïlandais sur les marchés internationaux. La crise était également annoncée par l'éclatement de la bulle de l'immobilier la même année avec les effets dévastateurs sur le bilan des institutions financières que cela a impliqué, ce qui obligera, dès la fin de l'année 1996, la Banque centrale thaïlandaise à fournir des fonds d'urgence aux institutions les plus en difficulté. C'est dans ce contexte qu'à partir de novembre 1996, les spéculateurs étrangers vont vouloir tester la volonté et la capacité qu'ont les autorités thaïlandaises à protéger la parité relative du baht au dollar (Guglietta et Sgard, 1998 : 179).

À ce jeu, la banque centrale commettra deux erreurs fatales. D'une part, durant l'hiver et le printemps 1997, elle va utiliser en vain la quasi-totalité de ses réserves internationales dans des opérations de swap, avec pour effet que, lors de l'abandon du système d'ancrage, elle ne disposera pas des devises nécessaires pour soutenir une monnaie « flottante ». D'autre part, poursuivant l'objectif de soutenir le système bancaire, la banque centrale a opté pour le maintien de taux d'intérêt bas, ce qui a eu pour effet de favoriser la sortie de capital et de faire pression sur le baht. C'est ainsi que, durant les six premiers mois de l'adoption du régime flottant, le baht s'est déprécié d'environ 53 % de sa valeur (Guglietta et Sgard, 1998 : 179). Par la suite, il reprendra un peu de vigueur pour clôturer en moyenne à 41,36 bahts au dollar, comparativement à 31,37 bahts au dollar l'année précédente (tableau 2).

Toutefois, comme le faisait remarquer William Overholt, la crise financière et la sévère récession (un PIB en décroissance de 10 %) qui en a découlé n'ont pas eu pour effet, comme aux Philippines et en Indonésie, d'enclencher une crise des institutions politiques. Cela lui permettra, une fois la tempête quelque peu apaisée, d'entreprendre et de soutenir une vaste réforme de son système bancaire (Overholt, 1999). Dans un premier temps, selon les demandes du FMI, la Thaïlande va reconstruire ses réserves internationales en adoptant une série de mesures visant à dégager un surplus commercial de l'ordre de 3 %. Ces mesures, si elles ont un effet récessif important, permettront parallèlement de développer le marché des obligations et donc d'éviter la décapitalisation complète du système financier, de ramener de 16,02 % à seulement 4,19 % les taux d'intérêt entre mai 1998 et mai 1999 et, enfin, de stabiliser le baht (Overholt, 1999 : 1016). Toutefois, aux prises avec une accumulation de mauvaises

dettes en raison de l'éclatement de la bulle immobilière, une demande de financement anémique en raison de la récession, l'impossibilité de rembourser leur dette internationale au nouveau taux de change, et surtout, le refus des autorités thaïlandaises de leur venir en aide, 58 institutions financières devront déposer leur bilan durant la crise. La restructuration du système financier va également prendre la forme d'importantes prises de contrôle par des banques étrangères de nombreuses banques nationales, non seulement dans le but de recapitaliser ces dernières, mais aussi dans celui de leur inculquer de nouvelles pratiques et une meilleure éthique professionnelle quant à l'utilisation de leurs fonds (Overholt, 1999 : 1017). Dans le même esprit, les autorités thaïlandaises vont adopter en 1999 une nouvelle loi de la faillite visant à diminuer le temps nécessaire au processus de saisie des biens mis en garantie (qui devrait réduire le processus qui peut durer de sept à dix années à un processus de cinq années). Si cette nouvelle loi peut avoir, dans l'avenir, un effet positif sur le fonctionnement du système bancaire, le problème du non-respect de leurs obligations par les emprunteurs reste entier. En fait, lors de l'adoption de la loi, près de 70 000 entreprises étaient en processus de restructuration financière (Overholt, 1999 : 1020). Aussi, le redressement économique qui s'observe à partir de 1999 masque encore la fragilité du système financier (*Le monde.fr*, 22 février 2001).

Le plan de réforme a également mené à des changements importants en ce qui concerne le fonctionnement et le rôle de la banque centrale, notamment pour la transparence de l'élaboration de la politique monétaire et la supervision prudentielle du système bancaire. La culture de l'institution a été revue, la productivité et la connaissance des nouvelles technologies ont fait place à l'ancienneté et à l'affiliation comme norme de promotion, ce qui d'ailleurs amènera près de 300 employés de la banque à prendre une retraite anticipée (Crispin, 2001). Ces changements ont été facilités par la nomination en 1998, au poste de gouverneur, de Chatumongkol Sonakul, reconnu pour son honnêteté et jouissant de l'aura de membre de la famille royale. Sous sa gouverne, la banque a acquis une indépendance jusqu'alors inégalée (Crispin, 2001).

Entre juillet 1997 et mai 2000, sur le plan monétaire, suivant les consignes du FMI, la banque centrale a opté pour un contrôle de la masse monétaire nationale selon une approche de financement programmé (*Financial programming approach*) visant le retour à la stabilité macroéconomique par une gestion quotidienne des liquidités du

système financier. Cette approche a été abandonnée en mai 2000 avec la fin du programme d'aide du FMI. Depuis, de manière à soutenir le baht et la compétitivité internationale des produits thaïlandais, la banque centrale a adopté une politique orthodoxe de contrôle de l'inflation. C'est ainsi que, dès avril 2000, le gouverneur de la banque s'est adjoint un Comité de la Politique Monétaire (CPM), composé à l'origine de neuf membres (huit membres en 2002) provenant à la fois de l'institution elle-même et du secteur privé, pour déterminer le niveau des taux d'intérêt en fonction des objectifs concernant l'inflation de base (Bank of Thailand, 2001a)<sup>19</sup>. C'est ainsi que, depuis sa fondation, le CPM vise à maintenir le niveau de l'inflation de base entre la fourchette des 0,0-3,5 % sur une base annuelle, c'est-à-dire à un niveau comparable à celui de la plupart des pays développés (Bank of Thailand, 2001b).

Pourtant, comme le soulignait Shawn Crispin (2001), il se peut que l'on assiste à des changements importants de l'orientation de la politique monétaire thaïlandaise avec la fin du mandat du gouverneur Chatumongkol Sonakul en novembre 2001. Avec le ralentissement économique que connaît le pays depuis deux années, le retour à une politique plus expansionniste est d'autant plus probable que le nouveau gouvernement Thaksin s'est en grande partie fait élire sur la promesse de l'imposition d'un moratoire sur le remboursement des dettes agricoles d'une part, et de l'utilisation des dépenses publiques pour soutenir massivement l'emploi, d'autre part. En fait, certains commentateurs estiment que si toutes les promesses de ce gouvernement se réalisent, la dette publique pourrait atteindre 100 % du PIB. Ce qui est plus certain, c'est le fait que le gouvernement a déjà abaissé en deçà de la norme internationale des 8,5 % le niveau des réserves légales des banques.

### **Malaisie : Une sortie de crise par le contrôle des capitaux**

Bien que la Malaisie ait souffert de la contagion, les causes de la crise financière ne sont guère différentes de celles exposées dans le cas thaïlandais, voire dans les autres pays asiatiques frappés par la crise, à savoir : une législation et des pratiques bancaires déficientes, un endettement public et privé externe grandissant, un essoufflement de la croissance et des exportations, et le tout masqué en partie par des entrées de capitaux étrangers massifs dans le système bancaire et le marché boursier. Là où le cas malais

---

<sup>19</sup> Les amendements à la loi de la Banque de Thaïlande qui visent à officialiser la création du Comité de la

trouve sa singularité et justifie une discussion plus approfondie, c'est sur le plan de l'approche des autorités gouvernementales pour surmonter la crise et tracer la voie du retour à la croissance, soit le contrôle des mouvements de capitaux.

Contrairement à la Thaïlande, à la Corée ou à l'Indonésie qui, pour faire face à la crise, ont recherché l'appui financier du FMI et de la communauté internationale, et en contrepartie ont adopté un régime de change flottant, ont augmenté les taux d'intérêt nationaux, ont ouvert leur système financier aux étrangers et ont mis en branle des mesures d'ajustement structurel, la Malaisie va plutôt opter pour une approche de sortie de crise non orthodoxe. En fait, les autorités malaises vont faire une lecture originale des causes de la crise. Pour elles, la crise ne résultait pas tellement de politiques macroéconomiques déficientes, mais bien plus de la volatilité des capitaux exacerbée par la spéculation dans un premier temps, et par l'incapacité des institutions financières internationales à apporter un appui décisif en début de crise dans un deuxième temps (Dornbush, 2001 : 1).

Des considérations de politiques intérieures ne seraient pas non plus étrangères à l'adoption du contrôle des capitaux<sup>20</sup>. D'une part, profitant de la baisse de popularité du premier ministre Mahatir Mohamad engendrée par la crise financière, dans une tentative de push politique, le vice-premier ministre, Anwar Ibrahim, et ses supporteurs ont commencé à blâmer de plus en plus ouvertement le caractère autoritaire du premier ministre et son refus de mettre en œuvre les mesures demandées par le FMI, les présentant comme causes de l'approfondissement de la crise économique. La réponse de Mahatir sera cinglante : le 2 septembre, le ministre sera arrêté sous des accusations de corruption et de bisexualité, le 4 il sera expulsé du *United Malay National Organisation* (UMNO), principale composante de la coalition au pouvoir, et enfin, suite à un procès expéditif, il sera condamné à 15 ans de réclusion ! Cette purge au sein de l'équipe dirigeante a permis de restaurer l'autorité de Mahatir dans le cabinet et a facilité la mise en place du contrôle des capitaux. Aussi, comme le faisait remarquer Rudiger Dornbush, ce n'est pas par hasard que, le 1<sup>er</sup> septembre 1998, la Malaisie a adopté les mesures de contrôle et que, le lendemain, le vice-premier ministre Anwar a été destitué (2001 : 2).

---

politique monétaire et à en clarifier le mandat sont toujours soumis au processus d'adoption parlementaire.

<sup>20</sup> Voir Kuppusswamy (2001) ; Oxford Analytica Brief (1998).



D'autre part, l'adoption du contrôle des capitaux a sans doute eu pour objectif de maintenir la coalition d'appui du président Mahatir dans la communauté d'affaires malaise. Ainsi, si l'on en croit K. S. Jomo, le contrôle de capitaux et la recapitalisation du système financier, voire des grands conglomérats, constituaient en partie une vaste opération de sauvetage des intérêts financiers liés au régime. Ainsi, selon lui, il s'agissait avant tout de « socialiser » les pertes et d'assainir les bilans sans qu'en contrepartie les dirigeants de ces groupes soient écartés de leurs postes de direction ou que leurs entreprises pâtissent de leurs mauvaises gestions (Jomo, 1998).

Quelles que soient les raisons qui ont motivé l'action gouvernementale, sur le plan technique, le programme de contrôle des capitaux comprenait une série de mesures. Parmi les plus importantes, notons<sup>21</sup> :

- 1) la fixation du ringgit au dollar au taux officiel de 3,80 ringgits au dollar de manière à diminuer l'incertitude liée à l'évolution quotidienne du ringgit (taux toujours en vigueur) ;
- 2) la fermeture des marchés boursiers secondaires de manière à concentrer l'ensemble des opérations boursières sur le parquet du *Kuala Lumpur Stock Exchange*, avec l'objectif de mieux contrôler la spéculation et les manipulations provenant de l'étranger ;
- 3) l'obligation pour les non-résidents de détenir durant au moins une année leurs actions (depuis, cette mesure a été remplacée par une taxe graduelle à la sortie de capitaux pour les actions détenues avant septembre 1998 et une taxe sur les profits et les gains en capitaux sur les actions acquises après le 15 février 1999 et détenues moins d'une année), dans le but là aussi de diminuer la spéculation ;
- 4) l'élimination du commerce international en ringgit par la non-reconnaissance et la non-acceptation des avoirs et des valeurs libellés en monnaie nationale après un mois de l'annonce de la mesure, de manière à rapatrier les capitaux dominés en ringgit détenus à l'étranger ;
- 5) l'imposition de contrôles quantitatifs sur les sommes en ringgit (RM 1000) que peuvent amener les résidents-voyageurs, de même que sur les investissements à l'étranger ou sur les paiements à des non-résidents (RM 10 000 dans les deux cas) ;
- 6) et enfin, l'imposition de conditions sévères sur les transferts de fonds vers les comptes externes.

---

<sup>21</sup> Pour une discussion détaillée des diverses mesures, voir Khor (2000).

Malgré cela, le ringgit demeure pleinement convertible en ce qui concerne le commerce international, l'investissement étranger ou le rapatriement des profits par des non-résidents. Comme l'expliquait le premier ministre Mahatir, le but de la mesure visait essentiellement à isoler l'économie nationale des brusques mouvements de capitaux à court terme et de la spéculation, de manière à maintenir des taux d'intérêt intérieurs bas et d'ainsi relancer l'économie tout en évitant de nouvelles fuites de capitaux (Khor, 2000)<sup>22</sup>. À l'époque, dans le même esprit, malgré la fragilité du système bancaire national due à la multiplication des mauvaises créances<sup>23</sup>, le gouvernement malais avait refusé d'ouvrir le secteur bancaire à l'investissement étranger, préférant plutôt confier l'opération de sauvetage et la recapitalisation des banques en difficulté à la Danamodal Nasional et à la Danaharta, deux agences gouvernementales (*Oxford Analytica Brief*, 23 octobre 1998).

Dans un premier temps, le pari du contrôle des capitaux semble avoir été gagné. Après avoir reculé de près de 7,4 % en 1998, l'économie malaise a, les deux années suivantes, rebondi pour enregistrer des taux de croissance plus qu'enviables de 6,1 % et de 8,3 % en 1999 et 2000 respectivement (*Asia Economic Monitor*, 2001)<sup>24</sup>. Par ailleurs, l'inflation est demeurée sous la barre des 5 % et, depuis le printemps 1999, se maintient sous les 2 %, ce qui évidemment a permis le maintien de taux d'intérêt réel bas, le taux interbancaire à trois mois se situant à un peu plus de 3 % (*Asia Economic Monitor*, 2001). Néanmoins, on ne doit pas conclure trop tôt au bienfait de ce mode alternatif de relance économique. Non seulement nous n'avons que peu de recul, mais surtout on se doit de noter que la plupart des pays touchés par la crise asiatique, à l'exception notable du Japon, ont eux-mêmes connu une forte reprise depuis.

Ce n'est vraiment qu'à long terme que l'on pourra évaluer la pertinence économique du contrôle des capitaux. Sur ce plan, certains se sont montrés pessimistes

---

<sup>22</sup> À la fin du mois d'août 1998, sur le front académique, dans une allocution remarquée devant le *Strategic Intelligence* à Singapour, le professeur Paul Kruman du MIT, reprenant sensiblement le même raisonnement, avait pris parti pour le contrôle des capitaux, brisant ainsi un tabou intellectuel (voir Krugman, 1998).

<sup>23</sup> Partant d'un niveau d'à peine 3,6 % durant l'été 1997, les mauvaises créances du système bancaire s'élevaient selon des estimations gouvernementales à près de 15,5 %, une évaluation erronée selon l'agence de notation *Standard & Poor*, qui estimait plutôt le niveau de mauvaises créances à près de 30 % (*Oxford Analytica Brief*, 23 octobre 1998).

<sup>24</sup> Pour l'année 2001, avec le ralentissement économique mondial généralisé qui nuit à ses exportations, les estimés de la croissance en Malaisie font état de taux variant entre 0 % et 2 % (*Asia Economic Monitor*, 2001).

quant à l'impact que pourrait avoir le maintien du contrôle des capitaux sur le niveau d'investissement étranger. D'autres voient dans la parité entre le ringgit et le dollar un frein puissant à la croissance future de la Malaisie. Ainsi, ils font ressortir notamment que, pendant que les monnaies régionales ont tendance à se déprécier par rapport au dollar (de manière à maintenir la compétitivité des produits régionaux), les exportations malaises souffrent quant à elles de l'appréciation continue de la devise américaine<sup>25</sup>. Malgré cela, Kaplan et Rodrik (2000 : 7) dans leur évaluation du contrôle des capitaux malais devaient conclure : « [qu'il] produit de meilleurs résultats que les autres options dans presque tous les domaines. En ce qui concerne l'économie réelle, la reprise a été plus rapide, l'emploi et les salaires réels n'ont guère souffert. Sur le plan financier, le marché boursier a mieux fait, les taux d'intérêt encore mieux, les réserves se sont reconstituées plus rapidement et les entrées nettes de capital ont repris d'une manière plus rapide ».

### **Hongkong : La stabilité monétaire par les caisses d'émission**

L'analyse de la politique monétaire de Hongkong est particulièrement intéressante. D'une part, elle aide à mieux comprendre ce que signifie pour Hongkong le concept « d'une Chine, deux systèmes » au plan monétaire. Sur ce plan, si l'on en croit Joseph Yam et Tony Latter, respectivement le président et vice-président (*Deputy Chief Executive*) de la *Hongkong Monetary Authority* (HKMA), les autorités chinoises ont jusqu'à maintenant respecté leur promesse de maintenir la pleine autonomie monétaire du territoire (Yam, 2000 ; Latter, 2001). En fait, l'article 109 qui fait de Hongkong une région administrative spéciale de la Chine prévoit que le gouvernement territorial doit « fournir un environnement économique et légal approprié de manière à maintenir le statut de centre financier international de Hongkong » (Yam, 2001).

D'autre part, malgré l'incertitude liée à la rétrocession à la Chine, le territoire compte parmi ceux dont la monnaie a le mieux résisté durant la crise asiatique. Pour certains, le fait qu'il soit le seul pays de la région à avoir recours à une caisse d'émission (*currency board*) pour garantir une parité monétaire avec le dollar américain ne serait pas étranger à la stabilité monétaire relative que connaît le pays. Ainsi, pour contrer l'instabilité liée au début des discussions sino-britanniques entourant la rétrocession,

---

<sup>25</sup> En fait, certains spéculateurs joueraient déjà une dévaluation du ringgit, inévitable selon eux

Hongkong a opté, dès octobre 1983, pour une caisse d'émission et une parité cible officielle de 7,80 dollars de Hongkong par dollar américain (7,80 \$HK = 1,0 \$É.-U.), garantie par le maintien en tout temps d'un niveau suffisant de devises. Ainsi, le *Exchange Fund*, créé en 1935 pour garantir la valeur du dollar de Hongkong lié alors à la livre sterling, se compose de dollars américains et de titres du gouvernement américain, qui permettent de couvrir au moins l'entièreté de la base monétaire<sup>26</sup>.

L'utilisation d'une caisse d'émission et le système de parité fixe au dollar américain lui ont permis de traverser sans trop de mal à la fois la rétrocession à la Chine et la crise asiatique. Néanmoins, le système monétaire de Hongkong n'est pas parfait. À cause de la crainte d'une dévaluation durant la crise asiatique, un léger différentiel entre le taux cible officiel de conversion et le taux réel a vu le jour. La crise asiatique a ainsi montré que le système bimonétaire ne met pas totalement à l'abri des attaques spéculatives. Influencé par un effet de contagion, débutant avec la dévaluation du rupiah indonésien d'août 1997 et du dollar Taïwanais de septembre 1997, le territoire fera face à d'autres attaques massives en janvier, juin et août 1998, correspondant respectivement à la crainte d'une dévaluation du renminbi chinois, d'un effondrement du yen japonais et de la crise en Russie. Chaque fois, les spéculateurs pariaient sur une dévaluation du dollar de Hongkong. Ceci incitait les autorités monétaires à intervenir pour défendre la parité des taux d'intérêts nationaux élevés (entre 5 et 10 points de plus qu'aux États-Unis), avec les effets récessifs que l'on connaît sur l'activité économique et, fait extrêmement rare, à intervenir massivement, comme à la fin du mois d'août 1998, sur le marché boursier (environ 15 milliards de \$É.-U. ou 7 % de la capitalisation boursière) pour « punir » les spéculateurs, qui, en vendant massivement des options boursières, jouaient à la baisse la monnaie locale, en faisant bondir les indices de près de 18 % (Dées et Rzepkowski, 2000 ; *Far Eastern Economic Review*, 1998).

Selon Kurt Schuler (1998), quatre facteurs ont alimenté conjointement les diverses attaques spéculatives contre le dollar de Hongkong :

- a) le système de caisse d'émission manquait d'appuis légaux, notamment de tout mécanisme qui empêcherait son abandon sur simple décision administrative, ce qui mine la confiance des investisseurs ;

---

(Asiaweek.com, 25 mai 2001).

<sup>26</sup> Pour une présentation théorique des caisses d'émission, voir, en français, Le Maux (1999).

b) les pouvoirs et fonctions de la HKMA dépassaient amplement ceux qui étaient nécessaires à la gestion d'une caisse d'émission, ce qui laisse à penser qu'elle pourrait dans l'avenir agir comme une banque centrale classique et, au besoin, dévaluer la monnaie ;

c) l'engagement de 1998 du gouvernement chinois de soutenir, à partir de ses propres réserves, la caisse d'émission de Hongkong a lancé un message équivoque aux investisseurs, celui d'un système potentiellement beaucoup plus fragile qu'ils ne le pensaient et celui d'une caisse d'émission qui nécessite un niveau de réserves plus élevé que la simple couverture de la base monétaire ;

d) le fait qu'il existait une confusion persistante sur le plan des objectifs de la politique monétaire, à savoir le maintien d'un taux fixe ou la poursuite d'un taux d'ancrage (*pegged rate*) (ce dernier entraînant très souvent une dévaluation à plus ou moins long terme)<sup>27</sup>.

Toujours selon cet auteur, comme le risque d'attaques spéculatives, de dévaluations forcées et de hauts taux d'intérêts disparaîtrait avec la dollarisation, cette dernière consoliderait le territoire en centre financier international, alors que les coûts de transition seraient minimales compte tenu de la très grande ouverture de l'économie de Hongkong et de l'existence du taux de conversion officiel (Schuler, 1998).

Toutefois, jusqu'à maintenant, les autorités monétaires de Hongkong ont refusé de prendre la voie de la dollarisation. Elles ont plutôt mis en œuvre deux mesures importantes. D'une part, entre 1998 et 2000, elles ont porté de 600 à un peu plus de 1000 milliards de dollars de Hongkong le niveau des réserves internationales, ce qui fait que Hongkong détient, depuis, l'une des réserves les plus importantes au monde (HKMA, 2001). D'autre part, les autorités territoriales ont adopté une série de mesures légales visant à réformer le marché boursier et le fonctionnement de la caisse d'émission dans le but d'augmenter le coût des attaques spéculatives et de rassurer les investisseurs. En ce sens, parmi les mesures les plus importantes, notons que désormais le HKMA se porte garant de la valeur en dollar américain de tout titre du fonds de réserve détenu par les banques, ce qui augmente grandement le coût et diminue d'autant les avantages d'une dévaluation pour les pouvoirs publics et verrouille ainsi en quelque sorte le système de taux de change fixe (Kasa, 1999 ; Déés et Rzepkowski, 2000).

---

<sup>27</sup> Kasa (1999) partage également cette idée d'une faiblesse institutionnelle et légale, qui entache la crédibilité des autorités monétaires de poursuivre le seul objectif de la stabilité monétaire comme une des causes principales des attaques spéculatives contre le dollar de Hongkong.

Même si, depuis l'adoption de ces mesures, les attaques spéculatives ont pris fin, il demeure que Hongkong n'est toujours pas à l'abri de l'instabilité monétaire. Comme le rappellent Déès et Rzepkowski (2000), au fur et à mesure que se fera l'intégration de l'économie du territoire à celle de la Chine et que cette dernière émergera comme puissance économique régionale voire mondiale, le marché aura tendance à lier la monnaie de Hongkong à celle du renminbi chinois : une forte dépréciation de ce dernier favorisera l'effet de contagion et la reprise des attaques contre le dollar de Hongkong, ce qui évidemment menace le maintien du système de caisse d'émission. Sur ce plan, l'adhésion de la Chine à l'OMC représentera peut être un test important pour les liens entre les deux monnaies. Ainsi, pour faire face à l'augmentation substantielle des importations qui résulterait de la levée d'un grand nombre d'entraves tarifaires et pour favoriser les exportations, les autorités monétaires chinoises pourraient-elles être tentées de rechercher un système monétaire leur permettant une plus grande flexibilité monétaire, un euphémisme pour la dévaluation.

## REGARD VERS L'AVENIR

Durant la crise, les priorités nationales étaient à la stabilisation de la monnaie, prérequis à toute reprise de la croissance, de l'investissement et de la stabilisation macro-économique. Le caractère brutal, la profondeur et les effets déstabilisants de la crise asiatique, sans compter une réaction maladroite de la communauté financière internationale et certains impératifs de politiques intérieures, expliquent également que la plupart des pays asiatiques ont préféré rechercher des solutions nationales aux problèmes d'instabilité monétaire. Ces facteurs expliquent aussi en partie pourquoi les initiatives collectives sont demeurées une dimension secondaire de la stabilisation monétaire à l'échelle régionale et pourquoi la principale initiative commune, l'Initiative de Chiang Mai, avait principalement pour but d'assurer une protection collective (en fournissant des devises aux pays membres confrontés à l'instabilité monétaire sous la forme de l'établissement d'une série de swap), des divers systèmes de change adoptés sur le plan national.

À l'exception notoire du Japon, la plupart des pays sont parvenus depuis à renouer avec la stabilité monétaire et ont repris le chemin de la croissance. Toutefois, cette stabilité demeure fragile, notamment du fait que, dans bien des pays de la région, l'assainissement du secteur financier représente encore un important défi. Par ailleurs, avec le ralentissement économique en cours à l'échelle internationale, l'incapacité du Japon à relancer son économie et l'utilisation du dollar qui mine la capacité concurrentielle de nombreux pays de la région, le risque d'une nouvelle série de dévaluations compétitives n'est pas écarté.

Une intégration monétaire plus poussée pourrait sans doute diminuer grandement ce risque en établissant des mécanismes monétaires. Toutefois, le jour où l'on assistera, à l'image de l'Europe, à un transfert des souverainetés monétaires à des institutions régionales n'est guère envisageable, les rivalités politiques et commerciales de même que les disparités économiques sont encore trop fortes. Cela dit, il demeure que, comme le démontre l'Initiative de Chiang Mai, la crise asiatique a favorisé l'émergence d'une attitude positive à l'échelle régionale face à une plus grande

intégration économique en général et une meilleure coordination des politiques monétaires nationales en particulier (Marque, 1998).

C'est peut-être la Chine qui détient la clef de la stabilité monétaire en Asie<sup>28</sup>. Un scénario pessimiste veut ainsi que la Chine puisse être tentée, pour contrebalancer le coût économique de son adhésion à l'Organisation mondiale du commerce (OMC) et pour maintenir son rythme de croissance, de dévaluer sa monnaie, engendrant par le fait même une série de dévaluations compétitives à l'échelle régionale. Toutefois, la Chine ne semble pas jusqu'à maintenant poursuivre sur cette voie. Comme en témoignent à la fois son refus de libérer le renminbi durant la crise asiatique, sa participation aux négociations entourant l'Initiative de Chiang Mai ou encore sa récente proposition d'établir une zone de libre-échange en Asie, la Chine semble plutôt vouloir jouer un rôle positif sur le plan du maintien de la stabilité monétaire régionale voire du processus intégratif régional. Par ailleurs, un rôle plus actif de la Chine en matière monétaire pourrait avoir des effets positifs sur l'attitude du Japon. En réaction, de peur d'être mis à l'écart, ce dernier pourrait vouloir quitter sa réserve traditionnelle et chercher à assumer un rôle monétaire plus adapté à son rôle de *leader* économique régional. Ce partage du *leadership* entre le Japon et la Chine permettrait sans doute de diminuer considérablement les réticences de certains petits pays à participer eux-mêmes à une meilleure intégration.

---

<sup>28</sup> L'intérêt de l'examen du cas chinois ne réside pas tellement dans sa politique monétaire. D'une part, malgré une série de réformes entreprises durant les années 1980 visant à la détermination d'un taux de change réel (*real targets approach*), le renminbi – la monnaie nationale – est et reste non convertible. Pour une présentation détaillée des réformes monétaires en Chine, voir Zhang (2000). Les scénarios qui suivent s'inspirent, entre autres, de Belt (1998).



**BIBLIOGRAPHIE**

ADB (Asian Development Bank) (2001), « The Joint Ministerial Statement of the ASEAN + 3 Finance Ministers Meeting », *34<sup>e</sup> rencontre annuelle du Conseil des Gouverneurs*, Honolulu, États-Unis (9-11 mai 2001),  
[[www.adb.org/annualmeeting/2001/speeches/joint\\_statement.pdf](http://www.adb.org/annualmeeting/2001/speeches/joint_statement.pdf)].

Aghevli, Bijan B. (1999), « The Asian Crisis. Causes and Remedies », in *Finance & Development*, vol.36, n° 2, juin, Washington.  
[[www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1998/06/aghevli.htm](http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1998/06/aghevli.htm)]

Arès, Mathieu (2000) *L'intégration monétaire des Amériques. Vers la dollarisation du continent?*, Groupe de recherche en économie et sécurité- GRES, Note de recherche, vol.3, n° 1, janvier, Chaire Raoul-Dandurand, UQAM, Montréal.

*Asia Economic Monitor* (2001), site d'accueil [<http://aric.adb.org>].

*Asiaweek.com* (2001), « Time to Pull the Peg » vol.27, n° 21, 25 mai  
[[www.asiaweek.com/asiaeek/magazine/nations/0,8782,110147,00.html](http://www.asiaweek.com/asiaeek/magazine/nations/0,8782,110147,00.html)].

Bank of Thailand (2001a), *Monetary & Exchange Rate Policies*, BOT page d'accueil,  
[[www.bot.or.th/bothomepage/bankatwork/monetary&fxpolicies/index\\_eng\\_i.asp](http://www.bot.or.th/bothomepage/bankatwork/monetary&fxpolicies/index_eng_i.asp)].

Bank of Thailand (2001b), *Policy Target*, BOT page d'accueil,  
[[www.bot.or.th/bothomepage/bankatwork/monetary&fxpolicies/Policy-Target.html](http://www.bot.or.th/bothomepage/bankatwork/monetary&fxpolicies/Policy-Target.html)].

Bayoumi, Tamin et Paolo Mauro (1999), « The Suitability of ASEAN for a Regional Currency Arrangement », *IMF Working Paper*, WP/99/162, Washington.

Belt, Bradley D. (1998), « What Will China Do? », in *CSIS Capital Markets*, 15 août,  
[[www.csis.org/html/cm081598.html](http://www.csis.org/html/cm081598.html)].

Bénassy-Quéré, Agnès (1997), *Optimal Pegs for Asian Currencies*, CEPII, document de travail n° 97-14, pp.5-25.

*BizAsia News* (2001) « Currency Swap Plan Moves Closer », 10 mai,  
[[www.bizasia.com/gen/articles/stand\\_art.htm?ac=ENKZ5-8](http://www.bizasia.com/gen/articles/stand_art.htm?ac=ENKZ5-8)].

Boulangier, Éric (2000), *Le big bang financier japonais*, Note de recherche en économie et sécurité-GRES, vol.2, n° 5, mai, Chaire Raoul-Dandurand, UQAM, Montréal.

BRI, Banque des règlements internationaux (2001), *71<sup>e</sup> Rapport annuel 1<sup>er</sup> avril 2000-31 mars 2001*, 11 juin, Bâle.

*Business Times online edition (The)* (2001), « Asian crisis cost Malaysia US \$250b, says Dr. Mahatir », 28 juin, [http://business-times.asia1.com.sg/news/story/0,2276,12883,00.html].

Calvo, Guillermo et Carmen M. Reinhart (2000), « Fear of Floating », *NBRE Working Paper 7993*, novembre.

Crispin, Shawn (2001), « Reinventing the Bank of Thailand », in *Far Eastern Economic Review*, 1<sup>er</sup> mars, [www.bot.or.th/BOTHomepage/Library/print2.asp].

*Dawn* (2001), « ASEAN agrees to link currency swap plan with IMF », Internet Edition, 8 avril, [www.dawn.com/2001/04/08/ebr16.htm].

Dées, Stéphane et Bronka Rzepkowski (2000), « The Hongkong Currency Board and Speculative Attacks », in *La lettre du CEPPII*, n° 186, janvier, pp.1-4. [www.cepii.fr/anglaisgraph/publications/lettre/summary/2000/1et186org.htm]

Desjardins, Études économiques (2000), *Guide pratique des politiques monétaires des principaux pays industrialisés et en émergence*, décembre, Montréal.

Dornbusch, Rudiger (2001), *Malaysia : Was it Different?*, août, [www.web.mit.edu/rudi].

Eichengreen, Barry et Tamin Bayoumi (1996), « Is Asia an Optimum Currency Area? Can it Become One? Regional, Global and Historical Perspectives on Asian Monetary Relations », CIDER, *Working Paper WP51*, University of California at Berkeley. [www.haas.berkeley.edu/groupe/iber/wps/ciderwp.html#1996]

EIU (The Economist Intelligence Unit) (2001), « Asia : Currency swaps », 10 mai, [www.eiu.com/latest/545450.asp].

*Far Eastern Economic Review* (1998), « Going Green », 10 septembre 1998, Hongkong.

Fisher, Stanley (2001), « Exchange Rate Regimes : Is the Bipolar View Correct ? », International Monetary Fund, Speeches, [www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.htm].

FMI (Fonds monétaire international) (2000), *World Economic Outlook Database 2000*.

Frankel, Jeffrey et Sahang-Jin Wei (1994a), « Is a Yen Bloc Emerging ? », Article présenté dans le cadre de la Fifth U.S.-Korea Academic Symposium : « Economic Cooperation and Challenges in the Pacific », 7-9 septembre, University of California, Berkeley.

Frankel, Jeffrey et Sahang-Jin Wei (1994a), « Yen Bloc or Dollar Bloc : Exchange Rate Policies of the East Asian Economies », in Takatoshi Ito et Anne Krueger (sous la direction), *Macroeconomic Linkages*, University of Chicago Press, Chicago.

Goad, Pierre (2000), « Asian Monetary Fund Reborn » in *Far Eastern Economic Review*, 18 mai 2000, [[www.feer.com/2000/\\_0005\\_18/p54nmoney.html](http://www.feer.com/2000/_0005_18/p54nmoney.html)].

Guglietta, Joël et Jérôme Sgard (1998), « Thaïlande : De la crise de croissance à la crise monétaire » in *Économie internationale*, n° 26, 4<sup>e</sup> trimestre, pp.169-190.

Guillouët, Alain (1997), « La déréglementation financière au Japon », in *Revue d'économie financière*, n° 43, octobre, pp.81-115.

Hada, François et Benjamin Sahel (1997), « Le Yen, Monnaie de facturation ? », in *Revue d'économie financière*, n° 44, décembre, pp.105-117.

Hausman, Ricardo et al. (1999), *Financial Turmoil and the Choice of Exchange Rate Regime*, banque interaméricaine de développement, Bureau de l'économiste en chef, Working paper, n° 400, Washington.

HKMA (Hongkong Monetary Authority), « Monetary Systems in Hongkong's History », *HKMA Homepage*, 14 novembre, [[www.info.gov.hk/hkma/eng/moneyhk/eng/moneypas/monetsys\\_1.htm](http://www.info.gov.hk/hkma/eng/moneyhk/eng/moneypas/monetsys_1.htm)].

IMF Staff (1998), « The Asian Crisis : Causes and Cures », in *Finance & Development*, vol.35, n° 2, juin, Washington, [[www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1998/06/imfstaff.htm](http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1998/06/imfstaff.htm)].

Ito, Takatoshi (1993), « The Yen and the International Monetary System », in Bergsten, Fred et Marcus Nolan (sous la direction), *Pacific Dynamism and the International Economic System*, Institute for International Economics, Washington C.C., pp.299-322.

Ito, Takatoshi, Eiji Ogawa et Yuri Nagataki Sasaki (1998), « How Did The Dollar Peg Fail in Asia? », NBER Working Paper Series, *Working Paper 6729*, National Bureau of Economic Research, septembre, Cambridge, Mass.

Japon, ministère des Finances (1998), *A New Initiative to Overcome the Asian Currency Crisis (New Miyazawa Initiative)*, octobre [[www.mof.go.jp/english/if/ele042.htm](http://www.mof.go.jp/english/if/ele042.htm)].

Japon, ministère des Finances (2001), « Progress of the Chiang Mai Initiative », 5 octobre, [[www.mof.go.jp/jouhou/pcmie.htm](http://www.mof.go.jp/jouhou/pcmie.htm)].

Jensen, Karel (2001), « Thailand : The Making of a Miracle ? », in *Development and Change*, vol.32, pp.343-370.

Jomo, K.S. (1998), « Malaysia Props Up Crony Capitalists », in *Asian Wall Street Journal*, 21 décembre 1998.

Kaplan, Ethan et Dani Rodrik (2000), « Did the Malaysian Capital Controls Works? », préparé pour la NBER conference on Currency Crises, décembre 2000.

Kasa, Kenneth (1999), « Why Attack a Currency Board? », in Federal Reserve Bank of San Francisco, *FRBSF Economic Letter*, vol. 99-36, 26 novembre [www.frbsf.org/econsrch/wklyltr/wklyltr99/el99-36.html].

Kawai, Masahiro et Shinji Takagi (2000), « Proposed Strategy for a Regional Exchange Rate Arrangement in Post-Crisis East Asia », *World Bank Working Paper*, n° 2503, décembre, Washington.

Khor, Martin (2000), « Capital controls in Malaysia », in *Social Watch*, vol.56, [www.socwatch.org.uy/2000/eng/thematicreports/Malaysia.pdf].

Krugman, Paul (1998a), « Saving Asia : It's Time to Get Radical », in *Fortune*, 7 août 1998.

Krugman, Paul (1998b), *What Happened to Asia?*, miméo, MIT.

Kuppuswamy, C.S. (2001), « Dr. Mahatir Mohamad : In Power for two decades – An assessment », in *South Asia Analysis Group*, Paper n° 304, 28 août, [www.saag.org/papers4/paper304.html].

Lane, Timothy (1999), « The Asian Financial Crisis What Have We Learned? », in *Finance & Development*, vol.36, n°3, septembre, Washington, [www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1999/09/lane.htm].

Latter, Tony (2001), *Central Bank Cooperation*, HKMA homepage, Viewpoints, 2 novembre, Hong Honk, [www.info.gov.hk/hkma/eng/20011108e.htm].

Lauridsen, Laurids S. (1998), « The Financial Crisis in Thailand : Causes, Conduct and Consequences? », in *World Development*, vol.26, n° 8, pp.1575-1591.

Leahey, Joe (2001), *FT.Com Financial Times*, 20 février.

Le Maux, Laurent (1999), « Analyse critique du Currency Board et propositions prudentielles sous un régime de convertibilité », dans *Économies et Sociétés*, Série « Monnaie », ME, n° 1-2, vol.9/10, pp.205-226.

*Le Monde.fr* (2001), « Le redressement rapide de l'Asie occulte la fragilité de son système bancaire », 22 février, [www.lemonde.fr/imprimer\_article/0,6063,149828,00.html].

Marque, Florence (1998), « Dimensions économique, institutionnelle et monétaire de l'intégration régionale en Asie orientale », in *Revue Tiers Monde*, tome XXXIX, n° 156, octobre-décembre, pp.835-860.

McKinnon, Ronald (2000), « After the Crisis, the East Asian Dollar Standard Resurrected : An Interpretation of High-Frequency Exchange-Rate Pegging », Stanford University, Department of Economics, Working Paper 00-013, [www.econ.stanford.edu/faculty/workp/index-html].

Meredith, Guy (1998), « The Yen : Past Movements and Future Prospects », in Achevli, Bijan, Tamin Bayoumi et Guy Meredith (sous la direction), *Structural Change in Japan : Macroeconomic Impact and Policy Challenges*, Fonds monétaire international, Washington, pp.13-50.

Mundell, Robert (1961), « A Theory of Optimum Currency Areas », in *American Economic Review*, n° 51, novembre, pp.509-517.

Mussa, Michael et al. (2000), *Exchange Rate Regimes in an increasing integrated World Economy*, Fonds monétaire international, IMF Occasional Paper 193.

Oppermann, Jord (2000), *L'Europe monétaire. De l'union européenne des paiements à l'euro*, Groupe de recherche en économie et sécurité-GRES, Note de recherche vol.8 n° 2, Chaire Raoul-Dandurand, UQAM, Montréal.

Ogawa, Eiji et Takatoshi Ito (2000), « On the Desirability of a Regional Basket Currency Arrangement » NBER Working Paper Series, Working Paper 8002, National Bureau of Economic Research, novembre, Cambridge, Mass.

Overholt, William H. (1999), « Thailand's Financial and Political Systems », in *Asian Survey*, vol.xxxix, n° 6, novembre-décembre, pp.1009-1035.

*Oxford Analytica Brief* (1998) « Malaysia : After Anwar », 8 septembre, [[www.oxan.com/asia10.html](http://www.oxan.com/asia10.html)].

*Oxford Analytica Brief* (1998), « Malaysia : Banking Pressures », 23 octobre, [[www.oxan.com/asia25.html](http://www.oxan.com/asia25.html)].

Saker, Neil (2001), « The Foundations of Stability », in *Far Eastern Economic Review*, 24 mai 2001, [[www.feer.com/\\_0105\\_24/p055shroff.html](http://www.feer.com/_0105_24/p055shroff.html)].

Sato, Kiyotaka (1999), « The International Use of the Japanese Yen : The Case of Japan's Trade with East Asia », in *The World Economy*, vol.22, n° 4, juin, pp.547-584.

Schuler, Kurt (1998), « A Contingency Plan for Dollarizing Hongkong », in *HKCER Letters*, vol.52, septembre, Hongkong.

Shirakawa, Masaaki (2001), « Monetary Policy Under the Zero Interest Rate Constraint in Balance Sheet Adjustment », in *Economics*, mai.

Twu, Jaw-Yann (1998), « Le yen et la crise monétaire en Asie de l'Est », in *Cahiers du Japon*, n° 75, printemps, pp.34-36.

Warr, Peter G. (1998), « What Happened to Thailand? », in *The World Economy*, vol.22, n°5, pp.631-650.

Williamson, John (1999), « Future Exchange Rate Regimes for Developing East Asia : Exploring the Policy Options », Institute for International Economics, [[www.iie.com/TESTMONY/Ex.htm](http://www.iie.com/TESTMONY/Ex.htm)].

Yam, Joseph (2000), « One country two monetary systems », HKMA homepage, Viewpoint, 21 septembre, [[www.info.gov.hk/hkma/eng/20000921e.htm](http://www.info.gov.hk/hkma/eng/20000921e.htm)].

Yam, Joseph (2001), « Hongkong's Financial Infrastructure », HKMA homepage, Viewpoint, 24 mai, [[www.info.gov.hk/hkma/eng/200010524e.htm](http://www.info.gov.hk/hkma/eng/200010524e.htm)].

Zhang, Zhichao (2000), « Exchange Rate Reform in China : An Experiment in the Real Targets Approach », in *The World Economy*, vol.23, n° 8, août, pp.1057-1081.