

LUIZ A. PEREIRA DA SILVA <sup>1</sup>

# APRÈS LA BULLE ET LA CRISE : LES BANQUES JAPONAISES ET L'ASIE DE L'EST

**RÉSUMÉ.** Cet article entend prouver que certains facteurs relatifs à l'économie régionale dominante (le Japon) ont joué, et continueront de jouer, un rôle essentiel dans le comportement des flux financiers du Japon vers les marchés émergents de l'Asie de l'Est. Les prêts des banques japonaises aux pays de cette région, en particulier, peuvent en grande partie s'expliquer par des évolutions financières, institutionnelles et économiques survenues dans l'archipel après la crise financière et bancaire qui a suivi l'éclatement, fin 1989, de la bulle boursière.

Ces événements au Japon ont très largement contribué à la formation de bulles sur les marchés financiers et du crédit en Thaïlande, en Malaisie, en Indonésie et en Corée mais d'autres banques étrangères ont aussi pesé sur ces phénomènes. L'article suggère également que les cycles du crédit (expansions et contractions) dans nombre de pays est-asiatiques peuvent être suscités par une dynamique induite par l'extérieur. Dans ce contexte, il importe de comprendre les déterminants des flux massifs de capitaux privés, et spécialement les prêts bancaires, du point de vue de l'économie

régionale dominante (le Japon, en l'occurrence).

Cette importance des facteurs extérieurs dans la formation de bulles sur les marchés locaux du crédit a deux aspects : d'une part, elle souligne la nécessité d'une meilleure coordination régionale pour empêcher les phases d'expansion trop fortes, et renforcer les mécanismes de solution des crises en partageant le fardeau des coûts et des responsabilités en période de contraction. D'autre part, elle renvoie au fait qu'après un net recul pendant la crise de 1997-98, la reprise des prêts japonais aux marchés émergents dépendra largement de variables institutionnelles et des choix politiques propres au Japon (changements dans les politiques régissant l'investissement étranger, la macroéconomie ou la monnaie, entre autres).

Le rôle des banques étrangères privées en période d'expansion ou de contraction explique également pourquoi les crises du XXI<sup>e</sup> siècle, inédites, qui touchent le compte de capital de la balance des paiements, sont plus graves que les crises de la dette d'autrefois qui concernaient principalement des emprunteurs publics et frappaient la balance

1. LUIZ A. PEREIRA DA SILVA était chercheur invité par le ministère japonais des Finances (Institute for Fiscal and Monetary Policy-IFMP), en détachement de la Banque mondiale, lors de la rédaction de cet article (Lpereiradasilva@worldbank.org). Les opinions exprimées dans cet article sont celles de l'auteur et n'engagent ni l'IFMP ni la Banque mondiale. L'auteur remercie la Banque mondiale pour sa participation au financement de ce projet de recherche.

des paiements courants (chocs sur le prix des matières premières ou les taux d'intérêt, par exemple). Les opérations des banques étrangères peuvent en effet catalyser d'autres sorties de capitaux en cas d'incertitude et de panique financière. De fait, ces nouvelles crises (Mexique, Indonésie, Thaïlande, Corée, notamment) ont nécessité des injections de capitaux publics nettement plus importantes pour compenser les sorties massives de fonds privés, puisqu'une grande partie de la dette asiatique avait été contractée à court terme, par le secteur privé et non public. La contagion est donc beaucoup plus rapide, comme on l'a constaté en particulier en Asie de l'Est.

Après les crises dans les pays du sud-est asiatique, l'analyse économique s'est sur-

tout attachée aux « vulnérabilités financières » dues à la fragilité et au surendettement des secteurs bancaires dans cette région (voir FMI [1998] ; Banque mondiale [1998] et Krugman [1998a]). La question-clé, pour les décideurs, consiste toutefois à déterminer le sens de la relation causale. La surabondance des prêts tient-elle à l'offre ou à la demande, auquel cas la formation de bulles sur le marché du crédit pourrait, par exemple, s'expliquer par la libéralisation financière liée à la nouvelle architecture internationale des marchés (Demetriades [1999]) ? Et ces deux justifications s'excluent-elles mutuellement ?

Classification *JEL* : G15 ; G21 ; G32.

## L'influence de l'économie régionale dominante (le Japon) sur l'orientation et l'ampleur des flux financiers en Asie de l'Est

Cet article entend montrer que les crises financières des pays émergents ne sont pas exclusivement dues à des erreurs locales de gestion dans les domaines micro- et macroéconomiques ou financier. Sans toutefois exclure de mauvais choix macro-financiers locaux, en Asie de l'Est, il suggère que les comportements d'agents financiers dans l'économie régionale dominante (le Japon) et globale (États-Unis, Union européenne) ont joué et continueront de jouer un rôle essentiel dans le comportement des flux financiers vers les marchés émergents d'Asie de l'Est. Les prêts des banques japonaises aux pays de cette région, en particulier, peuvent en grande partie s'expliquer par des évolutions financières, institutionnelles et économiques survenues dans l'archipel nippon après la crise financière qui a suivi l'éclatement, fin 1989, de sa bulle boursière. En somme, cet article soutient que, bien avant l'éclatement des crises financières modernes qui affectent les pays émergents (du Sud), l'offre de capitaux (du Nord) peut devenir excessive et « sur-déterminer » l'orientation macroéconomique des pays émergents en jouant parfois un rôle pervers.

La conjoncture macro-financière japonaise a très largement contribué à la formation de bulles<sup>2</sup> sur les marchés financiers en Thaïlande, en Malaisie, en

2. Une « bulle » peut être définie *stricto sensu*, comme une déviation du prix d'un actif par rapport à sa valeur fondamentale de marché, c'est-à-dire son espérance de gain actualisé (Blanchard & Watson, 1982). On parlera par la suite de « bulle financière » pour caractériser des situations où co-existent des actifs sur-évalués et une croissance réelle du crédit bancaire bien plus rapide que celle de toute autre variable de l'économie réelle.

Indonésie et en Corée. Naturellement, d'autres banques étrangères ont aussi pesé sur ces phénomènes. L'article suggère également que les cycles du crédit (expansions et contractions) dans les pays est-asiatiques peuvent s'expliquer en partie par l'effet d'une dynamique « extérieure » du cycle des affaires. Dans ce contexte, on confirme qu'il importe de comprendre les déterminants des flux de capitaux privés, et spécialement les prêts bancaires, du point de vue de l'économie régionale dominante (le Japon, en l'occurrence).

Reconnaître l'importance des influences externes sur la formation de bulles sur les marchés locaux du crédit, c'est logiquement suggérer la nécessité d'une meilleure coordination financière régionale et globale. Il s'agit de maîtriser les phases d'expansion « exubérantes » du crédit bancaire international et de renforcer les mécanismes de prévention des crises en formalisant les mécanismes de partage des coûts d'ajustement et des responsabilités (dans la liquidation et cessions d'actifs), entre les secteurs public et privé, pour les périodes de contraction et de crise. Autre conséquence de cette approche : après un net recul pendant la crise de 1997-98, la reprise des prêts japonais aux marchés émergents (en particulier en Asie) dépendra largement de variables institutionnelles et de choix de politique économique propres au Japon d'aujourd'hui<sup>3</sup> (par exemple : l'accélération de la libéralisation financière au Japon, une plus grande pénétration de l'investissement étranger, les choix de politiques fiscale et monétaire, entre autres).

Le rôle des banques étrangères privées en période d'expansion ou de crise explique également que les nouvelles crises du XXI<sup>e</sup> siècle, qui touchent le compte de capital de la balance des paiements des pays émergents, soient plus « spectaculaires » que les « anciennes » crises de la dette (essentiellement publique), qui concernaient principalement des emprunteurs gouvernementaux, et la balance des paiements courants. On pouvait voir venir d'assez loin, après un choc sur les termes de l'échange, la lente dégradation de la balance commerciale qui allait provoquer la « future » crise du paiement de la dette. Par contre, les cessions d'actifs financiers ou les changements de composition de portefeuilles donnant lieu à des sorties de capitaux sont beaucoup plus imprévisibles et malheureusement (pour les pays émergents) peuvent être beaucoup plus massives. Les opérations des banques étrangères peuvent en effet être le véhicule de formes très différentes de sorties de capitaux en cas d'incertitude et de panique financière. De fait, ces nouvelles crises (Mexique, Indonésie, Thaïlande, Corée, notamment) ont demandé des injections de capitaux publics nettement plus importantes<sup>4</sup> que les crises de la dette, pour compenser les sorties massives de fonds privés, puisqu'une grande partie de la dette asiatique avait été contractée à court terme et par le secteur privé et non public. Et la « contagion », ou encore l'effet de transmission de la panique vers d'autres pays, est beaucoup plus rapide, comme on l'a constaté en particulier en Asie de l'Est quelques semaines seulement après la crise thaïlandaise (juillet 1997).

3. Les perspectives récentes (2001) n'étant pas très prometteuses pour la reprise de la croissance au Japon, qui semble avoir atteint les limites de ce que les instruments traditionnels de relance macroéconomique sont capables de faire (taux d'intérêt à zéro et dette publique au-dessus de 100 % du PIB après une dizaine de plans de relance budgétaire entre 1993 et 2000). Les progrès en matière de réformes institutionnelles et structurelles (en particulier une restructuration du système bancaire et de la relation banque-entreprise, ou modèle de la « Banque Principale ») se heurtent aux difficultés politiques qu'on peut attendre dans une société traditionnelle où existent de fortes pressions corporaristes et un souci partagé de préserver une « exception japonaise » à la fois culturelle et sociétale.

4. Il suffit de regarder le volume (montant total) des programmes de stabilisation financés en partie par le FMI : environ 50 milliards de dollars pour le plan d'aide au Mexique en 1995, puis, en 1997, 17 milliards pour celui accordé à la Thaïlande, 36 milliards à l'Indonésie, 58 milliards à la Corée, etc.

Pour bien comprendre les crises est-asiatiques, l'analyse économique s'est surtout attachée aux « vulnérabilités financières » dues à la fragilité et au surendettement des secteurs bancaires dans cette région (FMI, 1998 ; Goldstein, 1998 ; Wade & Veneroso, 1998 ; Krugman, 1998). La question-clef reste toutefois en suspens. Elle consiste à déterminer le sens de la relation causale. La surabondance des prêts tient-elle à l'offre ou à la demande ? Et ces deux explications s'excluent-elles mutuellement ? Par exemple, la formation de bulles sur le marché du crédit local pourrait-elle s'expliquer par la libéralisation financière liée à la nouvelle architecture internationale des marchés (Demetriades, 1999) ?

C'est une des hypothèses plausibles. Par une ironie du sort, on peut ainsi voir dans les crises asiatiques la conséquence d'un programme de libéralisation financière dans l'esprit du « consensus de Washington » appliqué avec brio sur le plan technique mais avec une dose de naïveté sur le plan politique. Cédant à de multiples pressions, dont celles des banques internationales, les gouvernements des marchés émergents ont libéralisé leurs marchés, mais sans y être véritablement préparés. La faiblesse des règles et des institutions locales de contrôle et de supervision bancaire n'a pas empêché une ouverture prématurée (car imparfaitement organisée) des marchés financiers locaux. La prudence qu'on pensait naturelle d'un secteur privé « conscient des risques de sur-endettement » était censée compenser et garantir implicitement une certaine stabilité au système, mais banquiers et emprunteurs privés, nationaux ou étrangers, ont fourni une belle illustration de ce qu'Alan Greenspan a un jour appelé « l'exubérance irrationnelle ». En Asie comme ailleurs, cette euphorie s'est traduite, comme on aurait pu le prévoir, par la formation d'une bulle sur les marchés du crédit et des actions. Et (ho surprise ?) cette bulle a fini par éclater. Les crises monétaires qui en ont découlé se sont ensuite propagées à d'autres banques et aux entreprises à travers les déséquilibres introduits par les dévaluations et les faillites dans les bilans de tous ces agents. L'ampleur des problèmes bilantiels dépend, d'un côté, du volume des emprunts étrangers à court terme contractés par les entreprises et les banques et, de l'autre, du degré de panique d'investisseurs internationaux inexpérimentés clôturant à la hâte des positions ouvertes sur ces pays en crise et donc aggravant la crise de liquidité locale.

Cet article ne traite pas de la période de crise elle-même (quoique ce soit un sujet très important du point de vue des politiques à mener)<sup>5</sup>. Par exemple, l'éclatement de bulles financières produit, dans la plupart des cas, l'effet inverse de l'euphorie du « boom », c'est-à-dire une asphyxie de l'économie par une contraction excessive du crédit (le « credit crunch »), du fait des problèmes d'asymétrie de l'information présents sur la plupart des marchés financiers. L'expérience des crises bancaires et financières récentes montre qu'une fois qu'une bulle est apparue sur le marché du crédit, il est malheureusement presque impossible d'éviter une contraction. Quel que soit le cadre institutionnel ou le régime de change, une bulle financière s'accompagne presque toujours d'une fragilisation du cadre financier.

C'est pourquoi nous traiterons ici des conditions menant à la formation de « bulles » dans les pays destinataires de flux de capitaux importants, en s'attachant particulièrement aux bulles sur le marché du crédit (prêts bancaires).

5. Nous avons traité de ces thèmes ailleurs et continuons à penser qu'en cas de crise de la balance des paiements due à l'éclatement d'une bulle sur le marché intérieur du crédit, dans la situation prévue par les manuels (crise monétaire plus déficit des paiements courants), une cure d'austérité (taux d'intérêt élevé plus resserrement de la politique de la demande) n'est pas forcément efficace. Voir à ce sujet, Ito & Pereira da Silva [1999].

L'objectif est de fournir des éléments pour concevoir un cadre préventif adéquat. À cet effet, il est essentiel de comprendre comment se forment ces bulles à l'échelon local. Nous appliquerons cet enseignement à un cas particulier : le comportement des banques japonaises ayant prêté en Asie de l'Est, mais de nombreux travaux ont examiné des cas similaires (Ito & Iwaisako [1996] pour la bulle japonaise et le très célèbre essai de Kindleberger [1978] sur l'histoire des manies spéculatives les plus notoires).

Nous commencerons par une définition de ce que nous appelons un « cycle du crédit induit par l'étranger ou l'extérieur ». Nous proposons une condition nécessaire et une condition suffisante. *Condition nécessaire* : les prêts étrangers à un marché émergent donné peuvent s'expliquer au moins autant par le rôle des variables macroéconomiques du pays d'origine que par celui des paramètres macroéconomiques et financiers locaux (c'est-à-dire ceux du pays destinataire). Les prêts étrangers à ce marché émergent amplifient par ailleurs l'internationalisation des activités financières des banques du pays d'origine, ce qui renforce un cycle du crédit à l'étranger et/ou finance la poursuite, voire l'accélération, d'un cycle de l'investissement direct étranger (IDE) dans le pays récepteur. On doit s'attendre au minimum à des corrélations positives et même à pouvoir identifier des relations de causalité à la Granger entre ces ensembles de variables. *Condition suffisante* : le cycle du crédit sur le marché intérieur destinataire des flux de capitaux (le marché émergent local) est au moins autant influencé par les prêts étrangers que par le cycle d'affaires conjoncturel local. Un retrait brusque des crédits étrangers peut alors nuire gravement au secteur financier local. Il faut, là aussi, s'attendre à des corrélations positives entre le cycle du crédit sur le marché local et les variables relatives à ses contreparties étrangères.

L'article explique ensuite quels sont les principaux facteurs responsables de l'expansion du crédit dans les pays est-asiatiques, ainsi que les relations entre ce phénomène et le comportement des grandes entreprises et banques japonaises. En particulier, le comportement des banques japonaises peut s'expliquer par des facteurs institutionnels et par la crise financière dans l'archipel nippon depuis l'éclatement de sa propre bulle spéculative fin 1989. Ces hypothèses sont testées économétriquement à partir de trois modèles de fonctions d'offre et de demande de prêts bancaires. Les conclusions de cette analyse débouchent sur des recommandations pour la réforme de l'architecture financière internationale.

## Les mouvements de capitaux japonais (en particulier les prêts bancaires) vers l'Asie de l'Est

Les mouvements de capitaux sont-ils principalement le fait de facteurs intérieurs ou externes ? Ce débat n'est pas clos. Calvo, Leiderman et Reinhart (1993) font ainsi état d'une forte corrélation négative entre les taux d'intérêt aux États-Unis et les flux de capitaux en direction de l'Amérique latine. Nos propres observations des flux entre Japon et Asie de l'Est confirment l'existence d'une relation analogue, corroborant au passage l'explication par les facteurs externes (c'est-à-

dire des variables liées au pays d'origine). Cette partie analyse la composition des mouvements de capitaux entre le Japon et ses voisins et précise la nature de la relation-type pour chaque catégorie de flux (prêts bancaires, notamment).

### Les mouvements de capitaux internationaux vers l'Asie de l'Est

Pour comprendre les flux de capitaux japonais vers l'Asie de l'Est, il faut les envisager dans le cadre des grandes tendances régissant les mouvements de capitaux internationaux vers les marchés émergents, en tenant compte de la nouvelle composition de ces mouvements (Institute for International Finance, 1997 ; Banque mondiale, 1996, 1997, 1999).

Pendant les années quatre-vingt-dix, les flux de capitaux privés sont devenus la première source de financement extérieur des marchés émergents, laissant loin derrière eux l'aide publique au développement (APD) et cela, malgré leur sensibilité aux crises de ces pays comme le montrent Calvo, Goldstein et Hochreiter (1996). Les recensements de flux de capitaux internationaux consacrés à l'importance des mouvements vers l'Asie de l'Est ne manquent pas de confirmer cette nouvelle tendance. Le TABLEAU 1 de la partie statistique place ces mouvements en perspective.

L'investissement direct étranger (IDE) vers les marchés émergents se concentre sur un petit nombre de zones et de pays : les dix premiers destinataires reçoivent 42 milliards de dollars, soit environ 70 % du total. À eux seuls, la Chine et le Brésil ont bénéficié de 34 milliards de dollars d'IDE.

Même si l'on ne dispose que d'informations limitées sur les pays d'origine et sur la nature exacte des flux, deux tendances se dessinent : (i) les flux sous forme de prise de participation sont principalement liés à l'IDE dans le secteur manufacturier ; (ii) ceux sous forme d'endettement privé (prêts des banques commerciales, essentiellement) présentent une plus forte corrélation entre pays d'origine et de destination lorsqu'il existe une proximité géographique (TABLEAU 1).

Ces caractéristiques générales concordent-elles avec les relations entre Japon et Asie de l'Est ? Oui, dans la mesure où les flux de capitaux japonais vers le reste de l'Asie sont surtout de nature privée et se concentrent sur une poignée de pays (les « Tigres » asiatiques, les Nouveaux Pays Industrialisés d'Asie ou NPI, les pays de l'ASEAN et surtout la Chine<sup>6</sup>), avec une préférence pour les prêts bancaires comme le soulignent Kuroyanagi et Hayakawa (1997). Les caractéristiques de ces prêts sont liées à des facteurs institutionnels et politico-économiques japonais et locaux.

**LES FACTEURS INSTITUTIONNELS ASIATIQUES EXPLIQUENT LA PRÉFÉRENCE POUR LE FINANCEMENT PAR L'EMPRUNT (PRÊTS BANCAIRES).** C'est en partie par peur de voir se diluer leur contrôle que les banques et les entreprises asiatiques ont préféré l'emprunt (prêts bancaires) aux autres modes de financement (ouverture du capital et prises de participation) (TABLEAU 2). On commence à bien comprendre que le modèle tant vanté de

6. Les « Tigres » asiatiques (Corée du Sud, Taiwan, Hong Kong et Singapour) sont les premiers pays après le Japon à avoir connu une longue période de croissance rapide. Les NPI (Indonésie, Malaisie, Thaïlande) les ont suivis, (avec maintenant d'autres pays de l'ASEAN comprenant en plus les Philippines, Brunei, le Cambodge et le Vietnam).

TABLEAU 1

Sources des financements extérieurs (flux) vers les principaux pays émergents				
	En milliards de \$			
	1995	1996	1997	1998
<b>29 principaux pays émergents</b>				
Balance courante	- 95,0	- 95,4	- 76,2	- 45,0
Financement extérieur, net	<b>267,8</b>	<b>311,1</b>	<b>282,4</b>	<b>200,4</b>
Flux privés, net	228,1	307,6	241,7	158,2
Amérique latine	43,6	95,9	97,5	85,9
Asie	137,1	161,0	59,7	19,4
Cinq pays d'Asie	83,8	93,8	- 6,0	- 24,6
Flux publics, net	39,7	3,5	40,7	42,2
Amérique latine	25,4	- 10,6	- 3,9	3,8
Asie	8,5	2,5	37,6	31,5
Cinq pays d'Asie	2,5	- 2,6	30,9	28,3
Prêts aux résidents/E&O, et autres (net)	- 77,7	- 128,6	- 161,3	- 115,9
Réserves, sauf or (- désigne un accroissement)	- 95,1	- 87,1	- 44,9	- 39,5
<b>Cinq pays d'Asie (Indonésie, Malaisie, Corée du Sud, Thaïlande et les Philippines)</b>				
Balance courante	- 41,0	- 54,5	- 26,3	59,9
Financement extérieur, net	<b>86,4</b>	<b>91,2</b>	<b>25,0</b>	<b>3,7</b>
Flux privés, net	83,8	93,8	- 6,0	- 24,6
Investissement en capital, net	15,9	17,4	- 0,3	8,0
Investissement direct, net	4,9	5,8	6,5	6,9
Investissement en portefeuille, net	11,0	11,6	- 6,8	1,1
Créanciers privés (dette), net	67,9	76,4	- 5,7	- 32,6
Banques commerciales, net	58,0	58,3	- 29,0	- 30,5
Non banques, net	9,9	18,1	23,3	- 2,1
Flux publics, net	2,6	- 2,6	31,0	28,3
Institutions financières internationales, net	- 0,3	- 2,0	22,6	22,4
Créanciers bilatéraux, net	2,9	- 0,6	8,4	5,9
Prêts aux résidents/E&O, autres (net)	- 31,3	- 17,4	- 29,4	- 23,2
Réserves, sauf or (- désigne un accroissement)	- 14,1	- 19,3	30,7	- 40,4
<b>Rappel :</b>				
Crédit à court terme, net	45,1	36,0	- 36,6	- 49,9

Sources : Banque mondiale [1999] et the Institute of International Finance (IIF) [1997].

l'entreprise asiatique hyper-productive ou de la « Japan Inc. » (ce pays en fournissant le premier et meilleur exemple) était en fait lourd de plusieurs problèmes microéconomiques d'incitations perverses. Dans ce modèle, les relations étroites (quasi-familiales) qui unissaient banques, entreprises et classe politique ont certes contribué à faciliter le financement rapide d'investissement d'expansion et de croissance, mais ont aussi permis la poursuite de décisions sans véritable contrôle de qualité de portefeuille et induit une structure de financement (par empilement de prêts bancaires) bien particulière, qui s'est montrée très vulnérable à un retournement de cycle conjoncturel.

Ce modèle a tout d'abord extrêmement bien fonctionné, entraînant une croissance rapide de l'économie réelle des pays asiatiques – en particulier dans

TABLEAU 2

Financement bancaire (en particulier par les banques japonaises) en Asie de l'Est				
	En millions de dollars (stocks)			
	En % si indiqué			
	1990-92	1993-96	1997	1998
<b>Thaïlande</b>				
Total des prêts bancaires (consolidé)	37 022	107 242	113 325	91 850
Part dans le total du financement extérieur	57,8 %	55,3 %	51,6 %	44,8 %
Part des prêts à court terme/Total des prêts bancaires	57,9 %	50,1 %	49,7 %	46,5 %
Prêts des banques japonaises	11 681	34 446	33 180	22 437
Part du total des prêts bancaires	54,5 %	57,5 %	56,7 %	54,5 %
<b>Indonésie</b>				
Total des prêts bancaires (consolidé)	78 939	113 120	129 101	129 089
Part dans le total du financement extérieur	35,6 %	39,5 %	45,0 %	34,9 %
Part des prêts à court terme/Total des prêts bancaires	45,7 %	55,6 %	54,6 %	45,3 %
Prêts des banques japonaises	16 616	20 719	22 018	16 402
Part du total des prêts bancaires	59,8 %	46,7 %	37,9 %	36,4 %
<b>Malaisie</b>				
Total des prêts bancaires (consolidé)	18 533	34 476	47 800	41 923
Part dans le total du financement extérieur	50,6 %	50,6 %	57,2 %	49,9 %
Part des prêts à court terme/Total des prêts bancaires	34,9 %	43,6 %	49,7 %	39,7 %
Prêts des banques japonaises	4 458	7 128	8 551	6 623
Part du total des prêts bancaires	52,5 %	41,2 %	31,3 %	31,7 %
<b>Corée</b>				
Total des prêts bancaires (consolidé)	52 513	122 592	178 510	162 626
Part dans le total du financement extérieur	69,2 %	63,7 %	52,5 %	40,3 %
Part des prêts à court terme/Total des prêts bancaires	63,5 %	64,3 %	56,4 %	40,4 %
Prêts des banques japonaises	10 727	21 368	20 278	16 925
Part du total des prêts bancaires	30,0 %	27,5 %	21,6 %	25,8 %
<b>Asie-4 pays touchés par la crise</b>				
Total des prêts bancaires (consolidé)	187 007	377 430	468 736	425 488
Part dans le total du financement extérieur	53,3 %	52,3 %	51,6 %	42,5 %
Part des prêts à court terme/Total des prêts bancaires	50,5 %	53,4 %	52,6 %	43,0 %
Prêts des banques japonaises	43 481	83 660	84 027	62 387
Part du total des prêts bancaires	49,2 %	43,2 %	36,9 %	37,1 %

Sources : OCDE-FMI-Banque mondiale-BRI et BRI ; avoirs consolidés à l'étranger des banques déclarantes ; ministère des Finances (Tokyo) et Banque du Japon.

l'industrie de transformation et l'exportation<sup>7</sup>. Ce succès est venu de la capacité à rassembler les conditions d'une croissance rapide et durable dans l'industrie de

7. Le modèle « Japan Inc. » renvoie à une relation triangulaire entre État, entreprises et banques, avec un soutien mutuel entre politiques publiques et privées (un système assez proche de certaines pratiques de la régulation et la planification incitative « à la française »). La volonté politique joue un rôle décisif dans l'allocation des flux financiers (publics et privés) vers les entreprises d'un pays donné, l'ensemble (prêts, garanties, subventions, etc.) étant assorti d'un fort engagement de l'État. Le rapport de la Banque mondiale [1994] louant « le miracle est-asiatique » a décrit en termes admiratifs comment des facteurs « institutionnels propres » expliquant la croissance asiatique pouvaient paraître à première vue déroutants pour la littérature traditionnelle (néo-classique) de la croissance. Parmi de multiples travaux, on peut citer Ito [1992], [1995], qui décrit les institutions et organes japonais « axés sur la croissance ». Concernant l'Asie de l'Est, Ito et Krueger [1995] présentent un tour d'horizon des modèles explicatifs de la croissance asiatique, avant d'examiner leur adéquation aux théories actuelles de la croissance (notamment les modèles de « croissance endogène »), ainsi que diverses expériences nationales.

biens d'exportation et (dans un premier temps) à forte intensité de main-d'œuvre : flexibilité du marché du travail, contrôle (souvent « dirigiste ») des marchés du crédit, stabilité du régime et du marché des changes, mise en place d'institutions et de politiques favorisant une stratégie d'accroissement continu de la qualification de la main-d'œuvre locale, le tout stimulé par une concurrence acceptée venant de la compétition des marchés à l'exportation et poussant les entreprises à acquérir des technologies adéquates... Tout cela s'est traduit par une intégration régionale plus poussée et par une sophistication accrue des produits.

L'étroite coopération entre les entreprises privées et publiques, à laquelle il faut ajouter celle entre les hommes politiques et les banques, était renforcée par la présence de structures de décision oligopolistiques, avec parfois une participation directe de l'État, ou de ses agences. Ces relations expliquent en partie le soutien apporté aux grands groupes privés par le système financier gérant l'épargne publique. Enfin, la souplesse (ou l'absence) des règles d'évaluation du risque, des ratios de liquidité et de solvabilité bancaires et l'accès continu à de nouvelles lignes de crédit international permettaient d'accumuler les actifs financiers avec un minimum de supervision et de contrôle.

Il est difficile de contester le succès du modèle asiatique, la Banque mondiale parlant même de « miracle asiatique » (1994)<sup>8</sup>. Les indicateurs de performance macro- et microéconomiques du Japon lui-même ou de ses voisins sont en effet inégalés. Mais ce succès a aussi son revers qui est apparu clairement avec les crises asiatiques de 1997-98. Après une période de « boom » ne présentant pas de risques micro- ou macroéconomiques majeurs, la somme des besoins en capitaux des entreprises asiatiques a, un beau jour, dépassé le montant – pourtant élevé – de l'épargne disponible sur les marchés nationaux. La structure « traditionnelle » du capitalisme industriel japonais (avec notamment le refus des familles propriétaires et/ou des pouvoirs publics à abandonner leur contrôle d'actionnaire) explique que ces besoins nouveaux de financement aient alors été comblés par l'emprunt plutôt que par une ouverture du capital des firmes (à l'opposé donc de la solution adoptée par le modèle d'entreprise anglo-saxon). Et pour faciliter ces financements bancaires, l'État a parfois offert un soutien indirect significatif (garanties) à ses emprunteurs nationaux, tout en se gardant d'emprunter lui-même directement.

**LES FACTEURS INSTITUTIONNELS JAPONAIS EXPLIQUENT ÉGALEMENT LA STRUCTURE DES INVESTISSEMENTS JAPONAIS DE PORTEFEUILLE EN ASIE.** Cette question du contrôle par l'actionnaire sur l'entreprise explique en bonne partie la structure des avoirs japonais détenus à l'étranger (c'est-à-dire sa répartition entre investissements en actions, prêts bancaires et non bancaires, investissements de portefeuille, etc.) et se traduit par une prépondérance des prêts bancaires (TABLEAU 3). C'est une conséquence du degré élevé d'intermédiation financière (financement indirect) au Japon et en Asie en général, et se retrouve dans le rôle dominant des banques dans le financement des entreprises. C'est ce qu'on appelle le modèle bancaire de la « banque principale » (Aoki, Patrick & Sheard, 1994 ; Cargill & Royama, 1990 ; Guichard, 1999).

8. Une appellation qui sera par la suite contestée par les milieux universitaires américains, Krugman et Young qui recalculant les contributions de facteurs de production dans la forte croissance asiatique, trouveront beaucoup plus de « travail », « sueur » et « larmes » que de véritables bonds dans la productivité totale des facteurs.

TABLEAU 3

## Japon : Évolution de l'investissement à l'étranger

	En milliards de dollars, années fiscales			
	1995	1996	1997	1998
<b>Actifs</b>	2 878,4	2 828,7	2 940,2	2 636,4
Investissement direct	260,7	275,8	292,0	238,5
Investissement en capital	197,8	212,4	260,2	208,5
Profits réinvestis	15,2	17,3	1,2	7,4
Capital, autre	47,7	46,0	30,6	22,5
Investissement de portefeuille	965,0	1 038,8	1 012,2	969,8
Investissement en titres	159,9	165,2	170,5	184,9
Secteur public	—	—	—	—
Banques	19,4	19,0	29,3	15,4
Autres secteurs	140,5	146,1	141,3	169,5
Titres de dette	778,4	834,2	803,3	752,5
Obligations à moyen et long terme	751,7	794,8	764,9	720,2
Secteur public	77,7	69,1	69,3	65,4
Banques	197,9	187,5	196,5	165,1
Autres secteurs	476,1	538,2	499,1	489,7
Instruments monétaires	23,2	35,2	33,6	27,9
Secteur public	0,7	0,6	0,3	0,1
Banques	10,2	12,5	9,0	7,1
Autres secteurs	12,3	22,0	24,4	20,7
Produits financiers dérivés	3,5	4,2	4,7	4,5
Secteur public	—	—	—	—
Banques	2,9	3,2	3,6	3,2
Autres secteurs	0,6	1,1	1,2	1,3
Autres investissements	1 479,2	1 321,5	1 437,2	1 270,6
Prêts	1 036,5	937,6	1 040,5	935,5
Secteur public	147,1	134,6	130,0	131,1
Banques	732,5	634,0	723,2	623,6
Autres secteurs	156,8	168,9	187,3	180,8
Échéance :				
Court terme	482,3	425,8	397,6	350,5
Long terme	554,2	511,7	642,9	585,0
Crédits commerciaux	65,7	58,6	55,3	48,7
Secteur public	13,9	11,1	8,9	8,4
Banques	51,9	47,5	46,4	40,3
Réserves de change et dépôts	215,5	145,2	144,1	75,3
Secteur public	—	—	—	—
Banques	207,3	137,8	137,2	69,5
Autres secteurs	8,3	7,4	6,9	5,9
Autres actifs	161,5	180,1	197,3	211,1
Secteur public	42,1	36,0	35,4	33,7
Banques	56,5	52,6	64,9	80,5
Autres secteurs	62,9	91,4	97,0	96,9
Actifs de réserve		200,2	232,0	237,2

Sources : Banque du Japon et ministère des Finances (Tokyo).

Pour expliquer la formation d'une bulle financière locale, une hypothèse supplémentaire est nécessaire. À l'évidence, ce modèle alliant croissance élevée et fort endettement a fini par attirer sur l'Asie émergente l'attention d'investisseurs

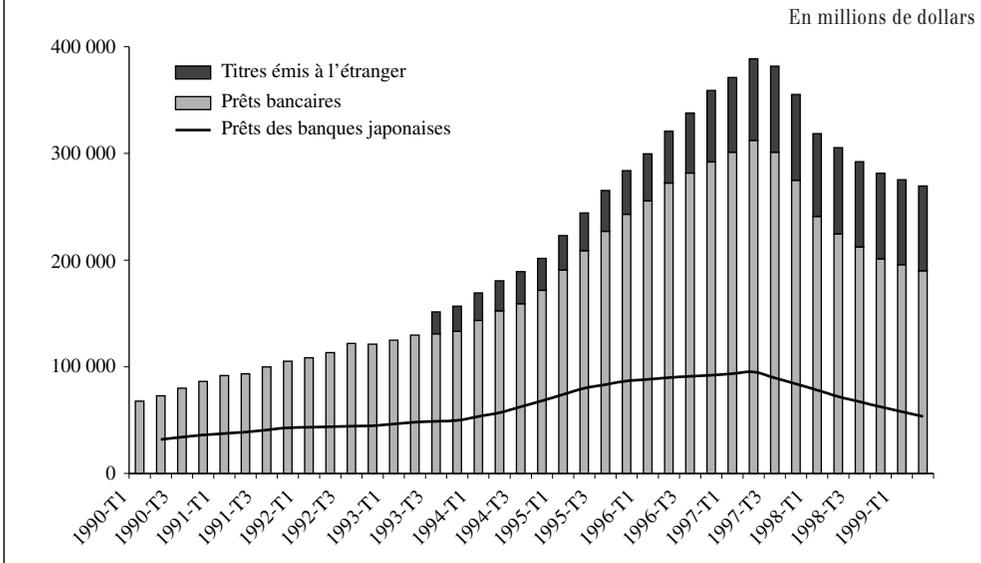
autres que les banques japonaises traditionnelles. En quelques années, s'y sont jointes d'autres banques, des compagnies d'assurance, les banques d'investissements, les banques régionales et les maisons de courtage japonaises, à la recherche de rendements supérieurs à ceux obtenus sur un marché japonais aux rendements déjà déclinants<sup>9</sup>. Suite à une longue période haussière, le marché asiatique s'est retrouvé dans la situation de « buyer's market » – ou plutôt de marché d'emprunteurs. Avides de rendements, les investisseurs ont oublié toute prudence, pour se comporter comme si tout émetteur asiatique faisait naturellement partie de ce modèle à succès. Ils ont alors diminué leurs exigences de qualité de portefeuille, acheté des actifs de qualité inférieure et proposé des financements à des taux de plus en plus faibles. Autant d'offres difficiles à refuser pour des entreprises locales confrontées à une hausse des taux d'intérêt sur leurs propres marchés intérieurs. Les entrées de capitaux en Asie de l'Est ont ainsi largement dépassé les besoins de financement liés au déficit des paiements courants avec pour résultat final, une croissance et une accumulation rapides des engagements vis-à-vis de l'étranger sous forme d'emprunts et de titres (GRAPHIQUE 1).

### Les capitaux japonais, source majeure de financement pour l'Asie de l'Est

L'INVESTISSEMENT DIRECT ÉTRANGER (IDE) EN PROVENANCE DU JAPON. Mais la « chronique annoncée » de la crise asiatique débute de manière très différente. Pendant les années quatre-vingt et le début des années quatre-vingt-dix, les flux significatifs d'IDE du Japon vers l'Asie n'étaient pas liés à la recherche de placements à haut risque et haut rendement. Ils correspondaient plutôt à un effort soutenu et constant d'expansion de l'industrie manufacturière japonaise sur les marchés est-asiatiques. On estime qu'en 1995, le stock d'IDE japonais en Asie avoisinait 111 milliards de dollars, soit 25 % du total du stock d'IDE (qui lui était d'environ 420 milliards, dont 260 sous forme d'investissements directs et 160 sous forme d'actions). Sur le plan sectoriel, l'IDE japonais en Asie est avant tout allé aux industries de transformation et à l'exploitation minière. Il est donc *a priori* sans rapport direct avec la formation de bulles sur les marchés financiers et immobiliers locaux. Dans les années quatre-vingt-dix, quatre pays (Thaïlande, Malaisie, Indonésie et Corée) ont engrangé plus de 60 % du stock global d'IDE japonais dans ces deux secteurs. En ajoutant les 16 % dévolus à la Chine, on constate que cinq pays concentraient plus des trois-quarts de ce stock. Cette première vague des flux de capitaux japonais vers l'Asie de

9. Ainsi, les investissements de portefeuille dans les pays émergents ont sans doute été influencés par l'évolution de la fiscalité des fonds de pension aux États-Unis appelés encore « 401(k) ». Au début des années quatre-vingt-dix, il y a un vaste mouvement de dérégulation des régimes de retraite aux États-Unis. Les fonds 401(k), ainsi appelés en raison du numéro de l'article du code des impôts les concernant, sont des régimes d'épargne retraite mis en place par les employeurs et permettant aux salariés de verser des contributions déductibles de leur impôt sur le revenu. Les produits financiers des placements de ces fonds font eux aussi l'objet d'un report d'imposition : la taxation n'intervient que lorsque les fonds sont retirés. Ces régimes sont aussi appelés *defined contribution plans*, *tax-deferred savings plans*, ou *qualified plans* (régimes à cotisations définies, plans d'épargne à imposition différée ou plans particuliers). Suite à ces modifications dans l'architecture des régimes de retraite, les employeurs ne sont plus tenus de dégager un rendement minimal du fonds de retraite et sa solvabilité actuarielle. Ce phénomène a accru des formes perverses de concurrence visant à attirer de nouveaux clients et explique en partie que les gestionnaires de fonds de pension privés se soient mis en quête de rendements plus attrayants (marchés des actions américains, obligations à haut rendement et marchés émergents, par exemple), en acceptant au passage des risques accrus. Le Japon prévoit actuellement d'instituer un équivalent des fonds 401(k).

GRAPHIQUE 1

Engagements extérieurs de quatre pays est-asiatiques :  
Thaïlande, Indonésie, Corée et Malaisie

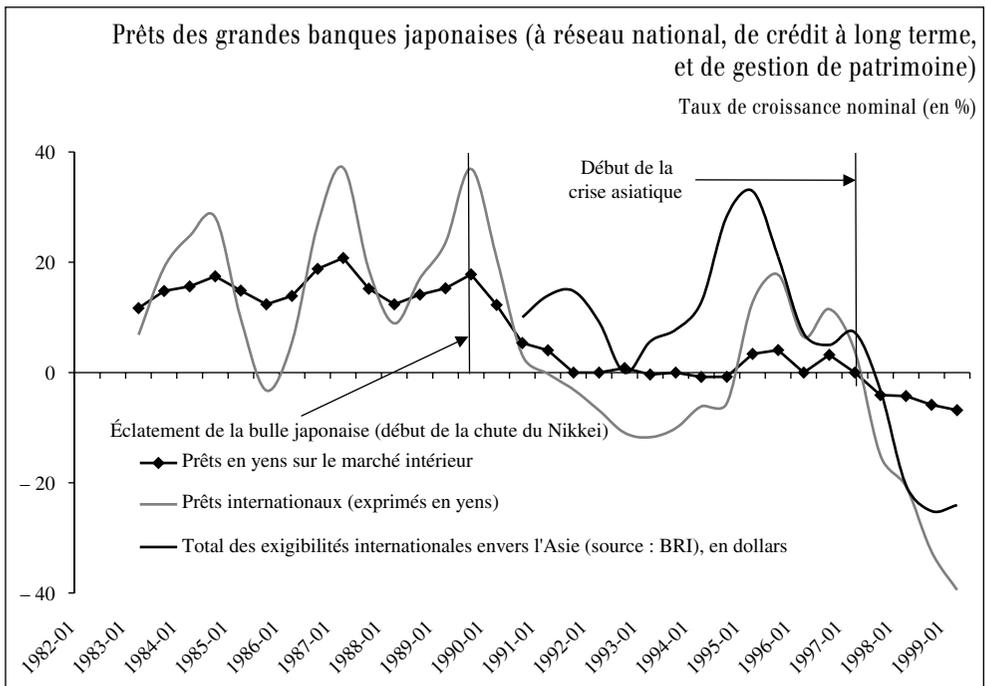
l'Est était donc constituée d'IDE, généralement dirigés vers des activités exportatrices et revêtant la forme de prises de participation dans des « joint-ventures », des partenariats avec des firmes locales de renom, ou même des filiales locales japonaises (dans la limite autorisée par la législation locale).

Ces filiales japonaises locales exportatrices étaient le fer de lance de la croissance rapide des « Tigres asiatiques » souvent décrite sous le label de « miracle est-asiatique ». Elles sont, en règle générale, auto-financées ou obtiennent quasi-automatiquement des lignes de crédit auprès des filiales bancaires locales de la banque japonaise de leur maison-mère. Naturellement, la rentabilité de ces filiales locales a progressivement commencé à attirer l'attention d'autres investisseurs directs, ainsi que celle d'autres banques. Mais, là, certaines rigidités du modèle asiatique ont joué : on n'abandonne pas facilement sa liaison privilégiée avec sa banque ou son partenaire local. Il ne restait aux compétiteurs potentiels qu'à prendre des participations dans des activités connexes, renforçant l'assise industrielle des pays destinataires, mais dirigeant les flux de capitaux vers des secteurs de moins en moins exportateurs et de plus en plus risqués. Parallèlement, les pays récepteurs de flux ont commencé à tenter de diversifier leurs exportations en recourant massivement à l'endettement. Cette politique nécessitant d'importants investissements de produits intermédiaires et de biens d'équipement, les déficits des paiements courants s'y sont creusés.

**LES BANQUES JAPONAISES EN ASIE DE L'EST.** Dans le cadre décrit ci-dessus, les prêts des banques commerciales étrangères deviennent progressive-

ment, dans les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix, une source majeure de financement des banques et entreprises est-asiatiques. D'un financement bancaire d'abord lié aux filiales exportatrices, on passe petit à petit à un financement du marché du crédit local, qui lui-même croît fortement sous l'effet du « boom » immobilier urbain et de la consommation locale privée. Cette évolution est en partie l'effet de pratiques comptables (expliquées *infra* en annexe). En effet, on a assisté à une croissance considérable des « activités internationales » des banques japonaises au cours de la période de la bulle au Japon (du début des années quatre-vingt à son éclatement, fin 1989). En 1990, l'activité internationale absorbait ainsi près de 30 % du total des encours des banques commerciales à réseau national (City Banks) et des banques de crédit à long terme (Long-Term Credit Banks : LTCB) japonaises. Après l'éclatement de la bulle immobilière nipponne, ces encours connaissent une forte baisse jusqu'en 1994, puis l'expansion des prêts à l'étranger a repris et a atteint son apogée à la mi-1997, c'est-à-dire au début des crises asiatiques. Les actifs internationaux détenus par ces établissements se sont alors contractés violemment (GRAPHIQUE 2). Chez les pays emprunteurs, les prêts bancaires représentaient plus de la moitié (parfois même jusqu'à 70 %) du total des engagements des pays est-asiatiques vis-à-vis de l'extérieur. Et les banques japonaises représentaient environ la moitié de cet endettement bancaire au début des années quatre-vingt-dix, avant que leur part ne se réduise à environ 36-37 % en 1997-1998. Quelles sont les raisons principales expliquant ce comportement particulier ?

GRAPHIQUE 2



**INFLUENCE DE L'ÉCONOMIE RÉELLE, CÔTÉ OFFRE : LES TRANSFORMATIONS DE L'ÉCONOMIE JAPONAISE ET L'IMITATION DU MODÈLE DE « L'ENTREPRISE JAPON » PAR L'ASIE DE L'EST.** Les bailleurs de fonds japonais font davantage confiance aux entreprises situées en Asie de l'Est car leur « proximité géographique et/ou culturelle » leur donne le sentiment d'être « mieux informés » sur le risque commercial des emprunteurs et cela influe positivement sur les décisions d'ouverture de crédit. D'une certaine façon, l'imitation pure et simple – ou la grande similitude – dans les pays d'Asie de l'Est, entre le modèle industriel et commercial des filiales exportatrices japonaises et le modèle d'origine japonais lui-même a joué favorablement sur l'évaluation du risque-pays par les banques. Une filiale d'une firme japonaise connue obtenait assez facilement les financements nécessaires auprès de la filiale bancaire japonaise locale de sa maison-mère. L'augmentation des prêts bancaires japonais destinés à l'Asie de l'Est a en outre été motivée par la conjonction de plusieurs autres facteurs (Takayasu, 1994 et 1995). Les flux officiels (d'aide publique au développement ou APD, notamment) ont ainsi soutenu la stratégie de prêt des banques privées. À travers plusieurs mécanismes, tels que les programmes d'assurance du ministère du Commerce extérieur et de l'Industrie (MITI), ceux de la banque japonaise d'import-export (JEXIM) ou le fonds de coopération économique avec l'étranger (OECF). L'État japonais a également offert des garanties explicites ou implicites à ses investisseurs.

**INFLUENCE DES FACTEURS FINANCIERS, CÔTÉ OFFRE : LA TRANSFORMATION DU SECTEUR FINANCIER JAPONAIS DANS LES ANNÉES QUATRE-VINGT-DIX.** D'autres caractéristiques institutionnelles propres au Japon ont affecté les prêts bancaires de ce pays à l'Asie de l'Est. Ainsi, au début des années quatre-vingt, la libéralisation des transactions internationales (décision unilatérale des seules autorités japonaises) a permis aux entreprises japonaises les plus réputées d'être cotées sur les places boursières mondiales, d'émettre leurs titres sur les marchés financiers internationaux, les affranchissant ainsi du système traditionnel de financement par les banques japonaises sur leur marché national. Cette évolution a conduit ces dernières à rechercher de nouvelles activités, parfois hors du Japon. Cependant, les marchés financiers est-asiatiques étaient souvent protégés, avec en particulier un rationnement et/ou un contrôle rigoureux des agréments d'octroi de licences bancaires. Les grandes banques étrangères, américaines, japonaises et européennes – voulant pénétrer ces marchés – ont logiquement fait pression sur les autorités locales en faveur d'une libéralisation accélérée et d'une ouverture du secteur financier de ces pays (qui leur aurait permis de concurrencer les banques locales traditionnelles et leurs banques étrangères ayant déjà obtenu des licences d'exploitation). Les nouveaux arrivants (banques et fonds) ont généralement adopté une attitude très agressive, qui les a conduit à accroître très vite leurs actifs. Disposant seulement de licences bancaires partielles, ces nouveaux arrivants vont être inévitablement entraînés dans leur course à la part de marché, à financer des projets locaux de plus en plus risqués. C'est ainsi qu'ils vont certes gonfler leurs portefeuilles de prêts, mais aussi favoriser une dynamique de prêt sans véritable contrôle de qualité, qui finira par entraîner la formation d'une bulle financière locale.

**INFLUENCE DE LA DEMANDE : LE MODÈLE EST-ASIATIQUE À CROISSANCE ÉLEVÉE ET FORT ENDETTEMENT.** La vive expansion du crédit sur le plan local, comme le montre P. Demitriades (1999), s'explique également par la demande des entreprises locales, favorisée par la déréglementation financière en Asie de l'Est qui a généré une croissance rapide des services financiers. Comme nous l'avons rappelé ci-dessus, les restrictions auxquelles étaient soumises les banques étrangères sur les marchés locaux n'ont fait qu'exacerber la concurrence entre ces établissements pour l'obtention de licences bancaires et de parts croissantes du marché local du crédit. Il faut aussi mentionner le rôle joué par les politiques macroéconomiques des pays destinataires. Ces derniers ont en effet accéléré leur libéralisation financière à l'heure où les banques japonaises cherchaient des débouchés rentables et des nouveaux marchés (OCDE-Banque asiatique de développement, 1999). Quels enseignements peut-on tirer de cette récapitulation historique stylisée ? Que malgré leur préférence pour un relâchement progressif des contrôles de change et un désir de contrôler la vitesse de leur libéralisation financière, les pays asiatiques ont cependant ouvert le compte de capital (en supprimant les contrôles sur les mouvements de capitaux des résidents) avant de disposer des moyens institutionnels qui leur auraient permis de surveiller le comportement des banques et des entreprises locales en matière d'emprunt. Parallèlement, le processus d'octroi de licences bancaires était lui aussi rendu plus flexible et les taux d'intérêt bancaires déréglementés.

## **L**a mise en évidence d'un cycle du crédit induit par l'extérieur

Les hypothèses résumées dans les faits stylisés précédents vont maintenant être testées économétriquement dans le but de confirmer (i) que l'évolution des prêts japonais à chacun des marchés émergents est-asiatiques dépend fortement de variables macroéconomiques propres au pays d'origine – donc au Japon lui-même, à son secteur financier et les cycles conjoncturels liés à son IDE ; et (ii) que les cycles locaux du crédit bancaire dans les pays destinataires sont aussi en partie déterminés par les prêts étrangers (et principalement japonais). Les estimations en panel et les séries temporelles nationales donnent lieu à deux catégories de modèles (les exposants A et H dénotent respectivement le pays émergent destinataire et le pays d'où proviennent les capitaux, en l'occurrence le Japon).

### **Le modèle**

**LES PRÊTS JAPONAIS CONSIDÉRÉS COMME UN CHOIX DE PORTEFEUILLE.** Le premier modèle très simple que nous utilisons est un modèle de choix de portefeuille entre deux allocations possibles, le Japon et le pays destinataire. À l'instar de Collier, Hoeffler et Padillo (1999), ainsi que de Sheets (1995), nous envisageons les mouvements de capitaux comme un simple choix de portefeuille. Nous nous intéressons particulièrement aux investissements productifs et aux prêts bancaires. Le modèle employé considère un agent représentatif qui a le

choix entre affecter une partie de son patrimoine (un flux de prêt  $L$ ) à l'acquisition d'un actif national (prêt au Japon) ou étranger (prêt au pays A). La rentabilité ( $r$ ) et les risques ( $\sigma$ ) sont spécifiques à chaque localisation (A ou H). Le problème de maximisation de cet agent consiste à affecter la totalité de ses prêts  $L$  de manière à obtenir la meilleure rentabilité possible, compte tenu du risque et de la variance de la rentabilité du prêt. La composition du portefeuille total des prêts  $L$  va donc exprimer une diversification entre ces deux localisations. On s'attend à ce que la part des prêts accordés à un pays étranger augmente à raison du différentiel de rendement avec le pays d'origine modulée par le risque, et *vice versa*. La maximisation de la rentabilité obéit donc à l'expression suivante des prêts totaux  $L$ .

$$L = L^A (\# r^A) \cdot L^H (1 - r^H)$$

Dans une simple spécification *LS* d'offre, obéissant à un modèle du choix de portefeuille, nous supposons que le rapport des prêts bancaires japonais (déclarés à la Banque des Règlements Internationaux, la BRI<sup>10</sup>) à un pays est-asiatique donné, à la somme des prêts bancaires octroyés au Japon dépend des variables « relatives » suivantes (nous supposons – ce qui est très largement le cas – que la totalité des prêts des banques japonaises aux pays asiatiques est libellée en dollars).

*La valeur relative  $r$  du rendement net anticipé exprimé en yens*, c'est-à-dire (a) le taux d'intérêt du prêt en monnaie locale ; moins (b) le coût et la prime de risque de change liée au swap de ce prêt en dollars ; moins (c) le coût et la prime de risque de change lié au swap dollar en yen ; moins (d) le taux auquel les banques japonaises prêtent sur leur marché intérieur ; moins (e) le différentiel de coût de financement des banques japonaises dépendant du Libor sur le dollar augmenté de la prime de risque japonaise (le fameux *Japan's premium*<sup>11</sup>).

*La valeur relative du risque-commercial par pays*, représenté par la différence entre le taux des emprunts souverains (bons du Trésor, par exemple) et celui accordé aux meilleurs clients (par exemple un « prime rate » ou taux client privilégié)<sup>12</sup>.

Enfin, *la valeur relative représentant les rendements d'autres actifs*, c'est-à-dire l'indice SE du marché local des actions par rapport au marché boursier japonais, exprimé sous forme différentielle par rapport à la date  $t^*$  du point haut du marché des actions japonais.

10. La BRI opère un recensement trimestriel et bi-annuel (par pays émetteur-récepteur – et consolidé) des prêts bancaires déclarés par les institutions de pays participant à sa convention de déclaration volontaire.

11. Le « Japan Premium » ou *spread* (prime de risque) japonais est le supplément en points de base que les meilleures banques japonaises ont commencé à devoir payer vers 1995-96 – par rapport aux meilleures banques américaines – pour emprunter à court terme en dollars sur les marchés internationaux. Ce *spread* a considérablement monté durant la crise asiatique.

12. C'est une estimation qui suppose que ce différentiel est assez faible dans un pays comme le Japon mais croît dans les pays émergents. On pourrait également employer les notes de risque attribuées par *Institutional Investor* dans son enquête auprès des banques. Le recours aux créances douteuses dans le pays destinataire et au Japon serait lui aussi intéressant. Ces créances seraient intégrées au test pour représenter la disposition à prêter compte tenu d'un niveau de risque donné. Sachant qu'elles dépendent des conditions relatives du marché, elles pourraient être représentées par ces dernières (en l'occurrence la différence de croissance du PIB). Cependant, il n'existe pas de séries temporelles fiables sur la durée concernant ces grandeurs pour les pays de notre échantillon.

$$\left[ \frac{LS_t^A}{LS_t^H} \right] = \Phi \left[ r_t^A, \sigma \left( \begin{matrix} - \\ i_t^{G,A} - i_t^{L,A} \\ i_t^{G,H} - i_t^{L,H} \end{matrix} \right), \Psi \left( \begin{matrix} + \\ \left( \frac{SE_t^A}{SE_t^H} / \frac{SE_t^A}{S_t^{H*}} \right) \right) \right] \quad (1a)$$

$$r_t^A = \left[ i_t^{L,A} \sigma_t^A \left( E(e_t^{A/\$}) \right) - (i_t^{B,\$} - jprem_t^{B,\$}) \left( E(e_t^{JPY/\$}) \right) \right] - i_t^{L,H} \quad (1b)$$

LES ACTIVITÉS DE PRÊT JAPONAISES CONSIDÉRÉES EN FONCTION DE L'IDE DE CE PAYS. Le deuxième modèle simple utilisé suppose que les liens institutionnels mentionnés entre les banques et les entreprises japonaises tiennent une large place dans la décision de prêter. Le choix de portefeuille est alors « dirigé » par la nécessité d'accompagner le client qui investit à l'étranger, et cela quelle que soit la « rentabilité » relative de l'opération. Il subsiste néanmoins un élément de choix de portefeuille, puisque les banques japonaises peuvent prêter à des filiales de leurs clients dans un pays étranger ou bien à la maison-mère de cette filiale au Japon même. L'activité de prêt est aussi, naturellement, limitée par la taille du marché (les banques respectant des ratios « d'exposition maximale » à un pays émergent donné) et dépend du cycle conjoncturel japonais. Cela nous amène à tester une spécification où les prêts bancaires sont plutôt induits par la demande des filiales vis-à-vis de celle des maisons-mère, où la part de chaque pays est-asiatique dans le total des prêts bancaires du Japon dépend de deux facteurs :

- le rapport de (a) l'investissement direct étranger du Japon  $DFI^A$  dans chaque pays est-asiatique, sur (b) la formation brute de capital fixe sur le marché japonais, représentée par l'investissement ( $GFCF^H$ ) au Japon ;
- un terme rendant compte des autres paramètres du cycle conjoncturel de la demande, et exprimé par l'encours des prêts au secteur privé intérieur ( $CRED$ ) ; les crédits au privé sont également mesurés à l'aune de la même variable au Japon.

$$\left[ \frac{LD_t^A}{LD_t^H} \right] = \Theta \left[ \left( \frac{CRED_t^A}{CRED_t^H} \right), \left( \frac{DFI_t^A}{GFCF_t^H} \right) \right] \quad (2)$$

Naturellement, nous avons également testé une spécification combinant choix de portefeuille et cycle conjoncturel japonais, c'est-à-dire des variables d'offre et de demande. Ces modèles sont testés en série temporelle pour chaque pays, ce à quoi il faut ajouter un test du modèle en panel de série temporelle, limité à quatre pays (Corée, Malaisie, Thaïlande, Indonésie) du fait des limites des observations disponibles (statistiques biannuelles de la mi-1989 à la mi-1999).

**INFLUENCE DES PRÊTEURS JAPONAIS SUR LE CYCLE DU CRÉDIT LOCAL.** Enfin, pour tester la condition « suffisante » et montrer que le cycle du crédit sur le marché local dépend, d'une certaine manière, de variable exogènes (étrangères), nous testerons l'équation suivante (selon une spécification log-log) :

$$CRED_t^A = \alpha \cdot L_t^H + \beta \cdot GFCE_t^A \chi \cdot \left( \frac{DFI_t^A}{L_t^H} \right) \quad (3)$$

L'encours des crédits des banques locales (*CRED*) augmente avec la formation brute de capital fixe sur le marché local (*GFCE*), mais aussi avec l'encours des prêts (*H*) et celui de l'IDE japonais dans le pays destinataire. Cette dernière variable est considérée en proportion des prêts japonais, ce qui indique que les crédits des banques locales pourraient aussi remplacer (ou compléter) les crédits des banques du Japon aux entreprises de leur pays.

### Les résultats des modèles

Les données disponibles (ENCADRÉ 1) étant limitées, les estimations économétriques sont rudimentaires (OLS) mais les modèles aboutissent néanmoins à des résultats préliminaires intéressants. Des coefficients obtenus à partir des estimations se dégagent deux observations.

#### ENCADRÉ 1

#### Sources des données utilisées pour les travaux économétriques empiriques\*

- Prêts du Japon à chaque pays est-asiatique : en dollars des États-Unis, rapports de la BRI et Banque du Japon.
- Prêts sur le marché intérieur japonais : limités aux grandes banques (commerciales à réseau national, les City Bank, de gestion de patrimoine et de crédit à long terme), qui représentent 80 % des prêts, mais aussi la quasi-totalité du portefeuille de la BRI. Source : bilans des banques publiés par la Banque du Japon. L'encours des prêts est converti en dollars en fonction du taux de change avec le yen en fin de période.
- IDE japonais dans chaque pays est-asiatique : en dollars, d'après la base de données du ministère japonais des Finances.
- Prime de risque japonaise : calculée d'après Bloomberg et la Banque du Japon, à partir du taux du taux de financement en dollars sur le Libor à trois mois pour une grande banque commerciale japonaise représentative à réseau national.
- Coûts de financement des banques japonaises sur le marché intérieur : Banque du Japon (taux de rémunération des dépôts au Japon, *Bank rate*).
- Variables macroéconomiques et financières relatives à chaque pays est-asiatique et au Japon (crédit, PIB, formation brute de capital fixe, etc.) : SFI (FMI).

\* Statistiques biannuelles, de la fin 1989 ou la mi-1990 à la mi-1999.

Les facteurs externes aux pays émergents (cours boursiers, taux d'intérêt, IDE, crédits sur le marché intérieur au Japon), sans rapport avec l'économie destinataire, peuvent expliquer une grande partie des activités de prêt japonaises, ainsi que la croissance très rapide du crédit d'origine nationale et étrangère dans cette économie.

Le cycle du crédit dans l'économie destinataire est fortement influencé par des prêts étrangers. Les conditions nécessaires et suffisantes définies plus tôt sont donc réunies. Ces résultats montrent également que l'excès d'offre de fonds en période d'expansion et la tendance au surendettement, à laquelle concourent les entreprises et les banques locales, peuvent s'expliquer sans le recours à une hypothèse « d'aléa moral »<sup>13</sup> comme par exemple chez McKinnon et Phil (1998) ou dans une certaine mesure Krugman (1998).

**LES RÉSULTATS DU PREMIER MODÈLE (ÉQUATIONS 1[A] ET 1[B]) : CHOIX DE PORTEFEUILLE.** Les résultats obtenus à partir du modèle de choix de portefeuille confirment l'importance des facteurs externes (japonais) dans l'explication des prêts japonais vers les pays émergents d'Asie (TABLEAUX 4a et 4b). Les rendements relatifs calculés sur le taux des prêts bancaires (différentiel de taux d'intérêt, par exemple) sont statistiquement significatifs et importants et arrivent largement en tête dans le classement de facteurs explicatifs par importance.

Ainsi, toutes choses égales par ailleurs, une hausse de 50 points de base de ce différentiel entre la Corée (ou la Thaïlande) et le Japon accroîtrait la proportion des prêts japonais à ces pays (par rapport aux prêts sur le marché intérieur) d'environ 3 et 7 %, respectivement. Pour l'Indonésie et la Malaisie, les effets seraient respectivement de 2 et 0,5 %. À l'évidence, les différentiels de taux ne fluctuent jamais mécaniquement, et leur évolution ne peut être isolée d'autres changements affectant les facteurs de risque et les coûts de financement. Cependant, le signe et l'ampleur de ces coefficients indiquent que les prêts bancaires ont été fortement influencés par les évolutions survenues sur le front des taux d'intérêt domestiques. Cela implique que l'expansion du cycle du crédit dans les pays émergents d'Asie a tendance à accélérer l'entrée de capitaux bancaires japonais, et donc à auto-entretenir un boom du crédit.

Par contre, le rendement relatif des marchés boursiers (entre le Japon et les marchés émergents d'Asie) a joué un rôle assez faible dans les flux de prêts bancaires. Ainsi, une variation de 10 % des performances semestrielles moyennes de l'indice boursier thaïlandais, le Stock Exchange of Thailand ou SET, n'accroîtra que de 1 % la proportion des prêts japonais en Thaïlande. L'effet est comparable pour la Corée, et plus faible encore (entre 0,2 et 0,4 %) pour les autres pays asiatiques. C'est tout à fait compréhensible, compte tenu de la faible part des investissements de portefeuille dans la variable dépendante (qui rend essentiellement compte de l'encours des créances vis-à-vis de l'étranger déclarées par les banques japonaises à la BRI).

13. Une littérature récente utilisant la notion d'aléa moral (ayant à l'origine les travaux de Arnott et Stiglitz [1988]) explique l'excès d'offre de crédit international en Asie par la présence de garanties implicites ou explicites des gouvernements locaux aux banques étrangères, notamment par l'adoption d'un régime de change fixe mais ajustable (un « crawling-peg »). Cette garantie atténue le risque commercial et de change et « incite » les banques à prendre des risques excessifs. Bien que ne négligeant pas cette dimension, nous pensons qu'elle propose une explication qui est peut-être simplement une justification commode et *ex post* des comportements bancaires agressifs que nous cherchons à décrire. Même si l'aléa moral joue sans doute un rôle, cette littérature tend à dédouaner trop rapidement le rôle des décideurs bancaires et à mettre trop de responsabilité sur les pays émergents eux-mêmes comme causes de leurs propres crises financières.

TABLEAU 4(a)

## Modèle de « portefeuille » (Équation [1a] et [1b])

Estimations en séries temporelles, données semestrielles, juin 1990 à février 1998, 18 observations par pays.

Variable dépendante : (b/  
Prêts octroyés par le Japon aux pays suivants  
/Total des prêts octroyés par le Japon, %

	Thaïlande			Indonésie (1990:1 à 1997:1)			Malaisie			Corée		
	LS Offre	LD Demande	LS&LD Combiné	LS Offre	LD Demande	LS&LD Combiné	LS Offre	LD Demande	LS&LD Combiné	LS Offre	LD Demande	LS&LD Combiné
Variables indépendantes												
Variable dépendante retardée												
Variables indépendantes d'offre												
Rendement (différentiel de taux d'int.)	a/ 0,1452		0,0686	0,0377	0,8905	0,6556	0,7221		0,0082	0,0545	0,4015	0,4421
Rendement (marché boursier)	10,6	3,8	3,8	16,6	9,4	5,2	8,7		1,6	8,0	2,1	2,0
Coût de fin. pour les prêteurs	b/ 0,0009	*	0,0008	0,0004	4,1	4,1	2,6		3,9	0,0013		0,1384
Risque pays	c/ -0,0767	+	-0,3137	3,2			3,3			*		1,5
Constante	d/ -3,71		-1,71	-0,771	-0,0571	-0,0571	-2,1		-3,8	-2,0		-0,0266
	-0,0023		-2,2	-3,4								-2,4
Variables indépendantes de demande												
Croissance du crédit	e/ 0,1132		0,0750	0,0296	0,0611	0,0611	0,0833		0,0641	0,0215		0,0383
Investissement direct étranger	f/ 2,7360		4,9	1,5	4,8	4,8	10,0		4,5	2,5		3,5
Risque pays	d/ 2,7		1,1	1,2	0,5090	0,5090	3,1		3,5	1,8		6,6786
Constante			-0,3516	-0,0701			-0,0374					
			-3,4	-3,6								
R <sup>2</sup> ajusté	0,90		0,97	0,67	0,86	0,94	0,86		0,88	0,80		0,93
DW	1,70		1,57	1,50	1,58	1,92	2,56		1,69	1,40		1,54
S.E.R.	1,10E-03		6,51E-04	4,58E-04	3,07E-04	2,04E-04	2,60E-04		2,36E-04	7,70E-04		4,45E-04

Notes :

+ Variable retardée une fois (t-1)

\* Variable retardée deux fois (t-2)

= Risque pays Japon

x Risque pays local

b/ Ratio de l'indice boursier du pays destinataire et le Japon

c/ Libor américain à trois mois plus prime de risque du Japon (spread des principales City Bank japonaises comparé à celui des emprunteurs équivalents à Londres sur le marché inter-bancaire)

d/ Différentiel de prime entre les taux sur les prêts et ceux sur les emprunts publics à long terme, entre le pays destinataire et le Japon

e/ Ratio du stock de crédit domestique au secteur privé (converti au taux de change en fin de période) entre le pays destinataire et le Japon

f/ Ratio du stock d'investissement direct (converti au taux de change en fin de période) du Japon vers le pays destinataire, et le stock d'investissement fixe japonais (au Japon)

g/ Voir le texte pour une explication des spécifications utilisées

h/ Voir le texte pour une explication des spécifications utilisées, ratio des prêts japonais déclarés à la BRI vers le pays destinataire/total prêts japonais sur le marché domestique du crédit accordé au secteur privé

Source : Estimation de l'auteur, à partir de données fournies par la BRI, la Banque du Japon, le ministère des Finances (Tokyo), le FMI, l'IFS et Bloomberg.

TABLEAU 4(b)

Modèle de « portefeuille » (Équation [1a] et [1b])						
Estimations en données de panel, données semestrielles, juin 1990 à février 1998, 18 observations pour chaque pays x 4 pays = 72 observations						
Variable dépendante : (g/)						
Prêts du Japon aux 4 pays/						
Total des prêts octroyés par le Japon (en %)						
	Caractéristiques de l'offre		Caractéristiques de la demande		Caractéristiques combinées	
	MCO	Effets fixes	MCO	Effets fixes	MCO	Effets fixes
Variables indépendantes						
Variable dépendant retardée		0,9234	0,9627	0,7090	0,7884	0,7663
	(t de Student)	25,8	19,5	11,8	13,1	13,0
Variables d'offre indépendantes						
Gain (différentiel de taux d'intérêt)	a/	0,0005	+		0,0005	+ 0,0004
	(t de Student)	3,3			3,3	3
Gain (rendement sur marché boursier)	b/	0,0004	*	0,0003	*	0,0004
	(t de Student)	5,5		3,2		4,2
Coût de financement pour les prêteurs	c/					
	(t de Student)					
Risque pays	d/	-0,0002	x		-0,0079	x -0,0074
	(t de Student)	-1,1			-2,1	-2,0
Secteur public-Overseas Development Agency	h/					-0,1825
	(t de Student)					-2,1
Variables de demande indépendantes						
Croissance du crédit	e/		0,0002	0,0204	0,0168	0,0214
	(t de Student)		0,7	3,4	3,0	3,7
Investissement direct étranger	f/		0,1584	0,4252	0,2799	0,2839
	(t de Student)		0,5	1,3	1,0	1,0
Risque pays	d/		-0,0033	*	-0,0094	*
	(t de Student)		-0,9	-2,3		
Constante			-0,0005			
	(t de Student)		-1,4			
R <sup>2</sup> ajusté		0,97	0,95	0,97	0,97	0,97
DW		1,75	1,09	1,54	1,80	1,67
S.E.R.		5,22E-04	6,74E-04	5,37E-04	4,94E-04	4,79E-04

Notes :

+ Variable retardée une fois (t-1)

\* Variable retardée deux fois (t-2)

= Risque pays Japon

x Risque pays local (dépréciation de la devise locale vis-à-vis du US\$)

a/ Différentiel de rendement anticipé (taux prêteur de base diminué de la dépréciation du change et du coût de financement en dollar US).

- incluant la prime de risque Japon – pour les banques japonaises) entre le pays destinataire et le Japon

b/ Ratio de l'indice boursier du pays destinataire (normalisé) et l'indice Nikkei moyen à son plus haut niveau (décembre 1989)

c/ Libor américain à trois mois plus prime de risque du Japon (spread des principales City Bank japonaises comparé à celui des emprunteurs équivalents à Londres sur le marché inter-bancaire)

d/ Différentiel de prime entre les taux sur les prêts et ceux sur les emprunts publics à long terme, entre le pays destinataire et le Japon

e/ Ratio du stock de crédit domestique au secteur privé (converti au taux de change en fin de période) entre le pays destinataire et le Japon

f/ Ratio du stock d'investissement direct (converti au taux de change en fin de période) du Japon vers le pays destinataire, et le stock d'investissement fixe japonais (au Japon)

g/ Voir le texte pour les spécifications utilisées, ratio des prêts japonais déclarés à la BRI, au pays destinataire divisé par le total des prêts japonais sur le marché domestique du crédit vers le secteur privé

h/ Stock de l'IDE du Japon mesuré par le ratio du stock d'aide au développement (source : l'OECD) plus le stock de prêts octroyés par l'Export-Import Bank of Japan

Source : Estimations de l'auteur, à partir de données de la BRI, de la Banque du Japon, du ministère des Finances (Tokyo), du FMI, de l'IFS et de Bloomberg.

L'augmentation des prêts d'origine japonaise est également tempérée par le risque lié au pays destinataire et par le coût de financement des banques japonaises. Ainsi, en Thaïlande, toutes choses égales par ailleurs, une progression relative de 100 points de base du coût de financement des banques japonaises<sup>14</sup> ferait décroître d'environ 7 % la proportion des prêts japonais en direction de la

14. Cette progression pourrait être due soit à une hausse de la prime de risque sur les marchés financiers internationaux et interbancaires (prime de risque japonaise) ou à un relèvement des taux pratiqués par la Banque du Japon. Tout à fait significatif, le chiffre de 100 points de base avoisine le niveau maximal atteint par la prime de risque japonaise.

Thaïlande (par rapport à ceux accordés dans l'archipel nippon). Par ailleurs, une montée de 1 % du risque relatif lié au pays destinataire ferait baisser d'environ 8, 2 et 1 % le montant des prêts japonais consentis, respectivement, en Indonésie, en Malaisie et en Corée.

Ces résultats appellent une observation. Pour la Thaïlande et la Corée (mais non pour l'Indonésie et la Malaisie), les coefficients estimés des risques-pays relatifs et des coûts de financement relatifs sont toujours plus faibles que ceux de l'espérance de rentabilité relative des prêts. Donc, pour au moins ces deux pays, les résultats suggèrent qu'il y a bien un dilemme de gestion macroéconomique. La possibilité d'une expansion exagérée des prêts bancaires étrangers peut co-exister et même « annuler » les effets de politiques restrictives, par exemple lorsque les banques centrales réagissent à la formation de bulles sur le marché du crédit en relevant leur taux d'escompte et/ou lorsque les agences de « rating » internationales baissent la qualité du risque attribuée à un pays. Les pays destinataires de flux de capitaux qui resserrent leur politique monétaire pour réduire la probabilité de formation d'une bulle boursière sur leur marché intérieur pourraient bien, en fait, produire l'effet inverse et attirer davantage de prêts bancaires étrangers. Ce résultat cadre avec les difficultés rencontrées par certains pays pour faire face à d'importantes entrées de capitaux en utilisant les instruments traditionnels de gestion macroéconomique de la demande. À cet égard, nous suggérons plus loin qu'une coordination des politiques avec les pays émetteurs donnerait de meilleurs résultats que les mesures purement locales de gestion de la demande.

**LES RÉSULTATS DU DEUXIÈME MODÈLE (ÉQUATION [2]).** Les cycles conjoncturels relatifs locaux/japonais influencent également le comportement des banques japonaises dans leurs prêts aux pays est-asiatiques. Les variables représentatives du cycle relatif sont statistiquement significatives, et leur effet est même supérieur à celui des variables du modèle de choix de portefeuille (facteurs de risque ou différentiels de taux d'intérêt).

En moyenne, l'expansion relative du crédit dans les deux pays (pays destinataire et Japon) explique une partie importante des prêts japonais. Si, par exemple, une expansion du marché local fait varier de 1 % la proportion des crédits accordés par le Japon à l'extérieur (par rapport à ceux destinés à son marché intérieur), la part relative des crédits d'origine japonaise sur le marché local augmente respectivement de 2, 3, 8 et 11 % en Corée, en Indonésie, en Malaisie et en Thaïlande. Ce résultat confirme celui du premier modèle et renforce encore l'idée que si – pour des raisons quelconques – l'expansion du cycle du crédit dans les pays émergents d'Asie est plus rapide que l'expansion du crédit au Japon, cela produit une croissance des prêts bancaires japonais, et donc un auto-entretien d'un boom local du crédit. Ce résultat souligne aussi que le seul effet de la crise japonaise – la chute du crédit domestique – peut être en partie l'explication de la forte expansion des prêts japonais dans les années quatre-vingt-dix.

Comme ses caractéristiques institutionnelles pouvaient le laisser prévoir, l'IDE japonais exerce également un impact très fort sur les prêts bancaires japonais. Ainsi, en Thaïlande, l'IDE japonais – environ 190 milliards de yens, soit 1,8 milliard de dollars en 1997-98 – représentait quelque 0,14 % de la formation brute de capital fixe au Japon (qui totalisait 120 000 milliards de yens, ou

1 100 milliards de dollars). Une progression de l'ordre de 10 % de l'IDE japonais en Thaïlande (soit, toutes choses égales par ailleurs, une augmentation d'environ 160 millions de dollars) relèverait le rapport IDE/formation brute de capital fixe au Japon et pourrait donc se traduire par l'ouverture de prêts supplémentaires à la Thaïlande, à hauteur d'environ 1 milliard de dollars.

Si l'on teste ensemble, dans un modèle mixte, les variables liées à l'offre et à la demande, ces dernières, qui sont liées au cycle conjoncturel japonais (IDE et expansion relative du crédit, par exemple) apparaissent statistiquement plus significatives et numériquement plus importantes que celles généralement associées à l'offre, telles que les taux d'intérêt (à l'exception de la Corée). Ainsi, l'expansion du crédit apparaît 6 fois plus importante que la rentabilité des prêts (rendement) pour l'Indonésie et la Malaisie. C'est également le cas, mais dans une moindre mesure (1,2 fois) pour la Thaïlande.

Ces résultats sont confirmés en particulier par une régression de panel en série temporelle avec effets fixes sur l'ensemble de l'échantillon. Les variables ayant trait à l'IDE et l'expansion relative du crédit exercent donc un effet beaucoup plus fort et durable sur les prêts japonais que celles relatives à l'offre.

**RÉSULTATS DU TROISIÈME MODÈLE (ÉQUATION [3]) : INFLUENCE DES PRÊTS ÉTRANGERS SUR LES MARCHÉS LOCAUX DU CRÉDIT.** La relation entre les évolutions du marché local du crédit et les activités de prêt d'origine japonaise est également importante. Il est clair que les prêts étrangers par rapport à ceux d'origine nationale ont connu une progression spectaculaire, en particulier depuis l'ouverture de places bancaires *offshore* dans nombre de pays est-asiatiques. Du début des années quatre-vingt-dix à la mi-1993, la part des crédits étrangers est restée aux alentours de 20 % en Thaïlande, et de 13 à 15 % en Corée et en Malaisie, respectivement. Elle a ensuite grimpé à des niveaux beaucoup plus élevés (près de 30 % pour la Thaïlande) après l'ouverture du BIBF (*Bangkok International Banking Facility*).

L'élasticité du marché intérieur du crédit au secteur privé par rapport aux prêts d'origine japonaise est de 1,17, 0,82, 0,95 et 0,59, respectivement, pour la Thaïlande, l'Indonésie, la Malaisie et la Corée (TABLEAU 5). L'IDE venu du Japon contribue aussi significativement à expliquer la dynamique des crédits sur le marché intérieur. Il faut y ajouter des variables représentant le cycle conjoncturel sur ce marché, telles que l'investissement intérieur, ou la formation brute de capital fixe (notée *GFCF* dans les équations). La Thaïlande illustre bien comment les prêts bancaires japonais semblent déclencher une bulle sur le marché local du crédit (élasticité supérieure à un). La probabilité d'une telle relation est également élevée en Indonésie et en Malaisie, avec des élasticités très proches de l'unité. En outre, la régression en panel (avec effets fixes) indique que le marché intérieur du crédit est principalement influencé par les prêts japonais (élasticité de 1,3) et par l'investissement intérieur (et non par l'IDE en provenance du Japon).

Deux conclusions se dégagent de cet exercice empirique. Les résultats suggèrent, d'une part, que les prêts bancaires japonais aux pays est-asiatiques dépendent fortement de variables macroéconomiques et financières dans le pays d'origine. La signification statistique de ces variables dans les régressions effectuées indique que ces prêts bancaires japonais sont davantage tributaires de fac-

TABLEAU 5

## Modèle du marché local du crédit (Équation [3])

Estimations en séries temporelles et données de panel, données semestrielles, juin 1990 à février 1998, 18 observations par pays x 4 pays = 72 observations.

Variable dépendante : crédit au secteur privé dans l'économie locale, stocks en \$/

	Thaïlande		Indonésie		Malaisie		Corée		Panel	
	Log-Log	Log-Log	Log-Log	Log-Log	Log-Log	Log-Log	Log-Log	Log-Log	Log-Log	Effets fixes
Variable dépendante retardée										
Autres variables										
Prêts japonais à l'étranger	0,7476 15,1	1,1716 4,1	0,7171 3,9	0,8192 4,2	0,4325 2,9	0,3699 2,0	0,5891 6,9	0,5891 6,9	0,7434 12,2	1,3039 3,9
Investissement direct à l'étranger		0,3421 2,4		0,3205 1,4			0,8060 4,4	0,2643 2,1		0,8047 -2,1
Investissement local		1,0849 1,2					0,9011 2,3	-0,7984 -4,1		0,3303 8,4
Rho (Autocorr. de premier ordre)			0,9479 15,1	0,9631 20,0	0,9691 22,9	0,5009 2,2	0,5009 2,2	1,9760 4,0		
Constante	0,7837 3,18	2,4575 2,6	0,0186 0,0	0,4057 0,4	-0,3063 -1,0	1,5725 1,6	0,9570 1,8	1,9760 4,0		
R <sup>2</sup> ajusté	0,93	0,91	0,97	0,97	0,91	0,97	0,90	0,94	0,95	0,98
DW	1,79	2,07	1,29	1,23	1,38	1,34	1,95	1,83		
S.E.R.	1,01E-01	9,60E-02	5,75E-02	5,50E-02	8,65E-02	7,57E-02	7,21E-02	5,68E-02		

Notes :

+ Variable retardée une fois (t-1)

\* Variable retardée deux fois (t-2)

a/ Stock du crédit bancaire octroyé au secteur privé

b/ Avoirs japonais transfrontaliers détenus par les banques (déclarés à la BRI)

c/ Ratio de l'IDE japonais rapporté au montant total des avoirs japonais transfrontaliers déclarés à la BRI

d/ Ratio de la formation brute de capital fixe rapportée au total du crédit octroyé au secteur privé

e/ Total des avoirs transfrontaliers déclarés à la BRI reperforés à partir de toutes les sources disponibles

f/ Total de l'IDE répertorié à partir de toutes les sources disponibles

g/ Stock total de formation brute de capital fixe

Source : Estimations de l'auteur, à partir de données de la BRI, la Banque du Japon, du ministère des Finances (Tokyo), du FMI, de l'IFS et de Bloomberg.

teurs externes (c'est-à-dire japonais) que de paramètres locaux (liés au pays destinataire). Ils laissent, d'autre part, à penser que le cycle du crédit sur le marché local est à son tour influencé par des variables macroéconomiques et financières japonaises, en particulier les activités de prêt et l'IDE. De fait, ces résultats suggèrent donc une marge de manœuvre beaucoup plus étroite pour les pays récepteurs de crédits que ne le laissent supposer les actuelles recommandations de gestion macroéconomique formulées pour l'ouverture financière des pays émergents.

### Les tests à la Granger

Une des méthodes bien connues pour tester les hypothèses ci-dessus est de procéder sur des paires de variables appropriées, à des tests de causalité à la Granger<sup>15</sup>. Notre problème est de ne disposer que de séries statistiques trop courtes (17 à 25 observations semi-annuelles) pour pouvoir effectuer des tests satisfaisants. Néanmoins, nous avons, sur les données thaïlandaises, regardé les résultats de tests à la Granger entre l'IDE japonais (total et dans le secteur industriel) et la variation des encours de crédits bancaires japonais.

Les résultats sont présentés dans le TABLEAU 6 et ne sont pas concluants. Néanmoins, il semblerait que l'on puisse plutôt rejeter l'hypothèse que les prêts bancaires japonais causent, au sens de Granger, l'IDE total ou industriel et suggérer que la causalité va plutôt dans le sens de l'IDE vers les prêts bancaires, confir-

TABLEAU 6

Tests de causalité à la Granger (Thaïlande), IDE, Crédit bancaire			
Tests de causalité par pair, à la Granger	Observations	F-Stat	Probab.
Échantillon février 1988 - février 1998			
Hypothèse nulle			
JDFIIN ne « cause » pas DJPBCRD au sens de Granger	17	2,51	0,12
DJPBCRD ne « cause » pas JDFIIN au sens de Granger		5,11	0,02
JDFITOT ne « cause » pas DJPBCRD au sens de Granger	17	1,80	0,22
DJPBCRD ne « cause » pas JDFITOT au sens de Granger		4,32	0,04
DNJPBCRD ne « cause » pas DJPBCRD au sens de Granger	24	2,04	0,14
DJPBCRD ne « cause » pas DNJPBCRD au sens de Granger		10,49	0,00
Notes :			
JDFIIN : Investissement direct étranger japonais dans les secteurs industriels			
JDFITOT : Total de l'investissement direct étranger japonais			
DJPBCRD : Flux de crédits bancaires japonais			
DNJPBCRD : Flux de crédits bancaires non japonais			

Sources : BRI, ministère des Finances (Tokyo), Banque du Japon.

15. L'idée de Granger [1969] pour déterminer si la variable  $x$  « cause »  $y$  revient à procéder à un test déterminant d'abord si la variable  $y$  peut s'expliquer par ses valeurs passées et ensuite si l'addition de valeurs passées de  $x$  améliore l'explication de  $y$ . Cette « causalité » très spécifique est appelée Granger-causalité et sa validité se mesure au moyen de régression bivariées de  $x$  et  $y$ , où l'on teste l'hypothèse de nullité simultanée des coefficients relatifs à la variable non auto-régressée sur l'autre, à travers un F-test.

mant donc le modèle de la banque principale qui financerait automatiquement la filiale exportatrice de son client japonais. Le problème majeur est que les données bancaires de la BRI « mélangent » les deux sources de prêts (ceux des banques japonaises traditionnelles et ceux des nouvelles banques japonaises voulant acquérir des parts de marché). Les données disponibles dans leur état d'agrégation rendent donc difficile une véritable confirmation de notre histoire stylisée.

De même, nous testons également la causalité à la Granger entre les flux de prêts bancaires japonais et les autres (américains et européens). L'hypothèse de notre histoire stylisée est que les prêts bancaires non-japonais viennent s'ajouter, après une première vague de prêts bancaires japonais (même si le problème de la série « japonaise » mentionné ci-dessus subsiste). Les résultats semblent là encore plutôt pencher dans le sens de notre histoire stylisée. On rejette plutôt l'hypothèse de causalité des prêts non-japonais vers les prêts bancaires japonais, alors qu'on ne peut plutôt pas rejeter l'inverse. Les prêts japonais semblent donc causer, au sens de Granger, les autres prêts bancaires.

### Dernière confirmation empirique : questionnaire adressé aux banques japonaises

Finalement, une dernière manière d'étudier les paramètres déterminant les prêts japonais aux pays d'Asie de l'Est est de procéder au moyen d'un questionnaire qualitatif. En janvier-février 2000, un ensemble de 13 questions qualitatives a été ainsi adressé aux principales banques japonaises<sup>16</sup> dont deux séries de questions visaient à éclairer notre sujet. Nous avons demandé à ces établissements de décrire les motivations de leurs activités de prêts lors de plusieurs périodes critiques (les années quatre-vingt, puis celles précédant la crise asiatique – 1990-1996 –, la crise elle-même – 1997 et 1998 –, et ultérieurement). La même question a été posée sous différents angles pour vérifier la cohérence des réponses. L'objectif était de mieux cerner le ou les motifs de ces activités de prêts internationaux (facteurs locaux ou japonais, entre autres).

Nous avons également cherché à savoir si les prêts bancaires japonais aux pays est-asiatiques étaient motivés par des aspects institutionnels (réglementation ou garanties, par exemple) ou plutôt par des facteurs macroéconomiques et financiers, qu'ils soient internes (japonais) ou étrangers (est-asiatiques). Les garanties et les prêts directs du secteur public ont-ils joué un rôle dans le processus de décision des banques et des entreprises japonaises ? Ont-ils facilité l'ouverture des crédits en « rassurant » les bailleurs de fonds ? Ou bien le rôle dominant revient-il au comportement grégaire et à la vive concurrence qui prévalait entre les banques étrangères pour obtenir des parts de marché et des agréments bancaires en Asie de l'Est ?

Les réponses confirment plusieurs aspects des résultats obtenus à partir des modèles testés économétriquement.

16. Ce questionnaire a été envoyé aux 2 grandes institutions publiques de financement externe (2 réponses), aux 9 banques commerciales privées à réseau national (9 réponses), à une banque de crédit à long terme (1 réponse), aux 7 banques de gestion de patrimoine (5 réponses) et à 10 banques régionales (2 réponses). Nous avons sélectionné, au cours de visites personnelles, les destinataires des questionnaires parmi des responsables de gestion qui étaient soit directement des décideurs dans l'allocation de crédit externe, soit en contact avec leur prédécesseur. Les réponses à des questions qualitatives – surtout *ex post* – doivent bien être interprétées avec les précautions d'usage.

78 % des banques reconnaissent qu'il y a eu une croissance « excessive » de leur exposition aux pays d'Asie de l'Est (Q1), en particulier entre 1990 et 1996. Cependant, ce comportement « de prise de risque » ne s'explique pas par l'ignorance des risques encourus ou un manque d'informations. Les banques avaient une bonne perception « intuitive » de la montée des périls dans les secteurs de la banque et des entreprises des pays destinataires (Q3). On en veut pour preuve que ces banques concentraient bien leur attention sur l'évaluation du risque commercial lié à leurs clients (aux emprunteurs), et à la liquidité, ainsi qu'à la solvabilité des pays destinataires (Q4). En outre, ces banques déclarent en majorité qu'elles n'ont pas rencontré de problèmes significatifs en termes de disponibilité et de qualité de l'information (Q5).

Le facteur déterminant de leurs prêts semble être le comportement grégaire et le désir d'accroître ses parts de marché (Q8). La totalité des banques juge « tout à fait vraie ou vraie » l'affirmation selon laquelle la croissance rapide des prêts a été causée par « le fort potentiel de croissance des marchés de l'Asie de l'Est ». 78 % d'entre elles estiment avoir agi par « souci d'imiter la concurrence » et 90 % indiquent que c'était dû à la nécessité « d'accroître ou de conserver » des parts de marché.

En outre, une forte proportion (63 %) des établissements estiment que les « garanties implicites aux créanciers ou aux emprunteurs » n'ont aucunement ou pas vraiment influé sur leurs décisions de prêt pendant les années quatre-vingt et la période 1990-96 (Q6). Pour 1997, et 1998-99, ce pourcentage tombe à 50 %. De toute évidence, l'explication par « l'aléa moral » semble pour l'essentiel absente des réponses des grandes banques commerciales japonaises.

On voit donc qu'une approche très différente semble plutôt confirmer les résultats précédents : la croissance rapide des prêts japonais en Asie de l'Est s'expliquerait d'abord, en bonne partie, par des facteurs liés au cycle d'affaires conjoncturel japonais et à la concurrence entre les banques japonaises puis avec les établissements étrangers.

## Conclusions

En conclusion, nous estimons qu'après une première vague d'IDE économiquement saine, la concurrence acharnée à laquelle se sont livrées les banques « nouvelles venues et/ou étrangères » pour gagner des parts de marché lors d'une deuxième phase d'entrées de capitaux est une des causes principales des bulles financières observées en Asie de l'Est. Cet article propose une définition pratique et une histoire stylisée qui explique la formation de bulles sur les marchés locaux (est-asiatiques) du crédit dans le cadre institutionnel du modèle d'exportation connu sous le nom de « Japan Inc. » ou « l'entreprise Japon », et par le comportement concurrentiel des banques étrangères sur ces marchés. Les travaux empiriques présentés confirment que les variables macroéconomiques et financières du pays émetteur (le Japon) expliquent une bonne partie du comportement des banques de ce pays en matière de prêts. En outre, les dynamiques des marchés locaux du crédit semblent, elles aussi, influencées par les prêts japonais.

Notre scénario type relatif aux entrées de capitaux dans les pays asiatiques émergents fournit une explication concurrente à la théorie dominante sur les crises asiatiques dont voici les grandes lignes. Tout commence par une vague d'investis-

sements directs étrangers venue, en l'occurrence, du Japon et accompagnée par les crédits bancaires traditionnels de ce même pays. Cette vague favorise les exportations et déclenche une phase de décollage économique. Les résultats très prometteurs de ce décollage économique suscite l'intérêt croissant d'autres banques étrangères, ainsi que de gestionnaires de fonds d'investissement américains, européens et japonais. Les marchés des capitaux locaux étant protégés par une politique de rationnement des licences bancaires, ces « nouveaux venus » souhaitent avant tout accélérer la libéralisation financière et la déréglementation bancaire dans ces pays. Désireux de montrer leur contribution à la croissance des pays, ces nouveaux venus (banques et fonds) adoptent une attitude très offensive pour accroître leur part de marché en finançant des activités plus risquées, débouchant inévitablement sur le financement des banques locales qui, à leur tour, vont contribuer à enfler l'inévitable bulle du marché local de l'immobilier. Nous n'avons pas de preuve concluante que « l'aléa moral » ait joué un rôle majeur dans l'accélération des prêts bancaires ou que les banquiers et investisseurs étrangers se soient laissés séduire par des « garanties implicites des pouvoirs publics ». Ces banques n'avaient nul besoin de ce surcroît de garanties pour vouloir accroître leur portefeuille dans ces pays. Selon nous, la formation des bulles financières en Asie s'explique donc principalement par la concurrence non-réglémentée et non-supervisée entre des établissements financiers très expérimentés – déjà implantés localement ou soucieux de s'installer –, et par les cycles conjoncturels dans les trois grands ensembles économiques mondiaux (les États-Unis, le Japon et l'Europe).

La conclusion logique est que, malheureusement, les instances de réglementation locale ont peu de chance de parvenir seules à empêcher la formation de ces bulles. Il faut plutôt réfléchir à une coordination des politiques entre pays d'origine et de destination des flux bancaires en particulier, afin d'améliorer la « qualité », le choix du moment et la composition des flux de capitaux. Pour plus d'efficacité, les autorités régulatrices locales dans les pays émergents ont besoin d'un soutien approprié de la part de leurs homologues américains, européens et japonais concernant les activités internationales des banques et fonds des pays émetteurs. En conséquence, si (i) la dynamique des bulles financières sur les marchés émergents obéit (au moins en partie) aux cycles conjoncturels des pays du G7 (et en l'espèce du Japon) et si (ii) c'est avant tout la concurrence à laquelle se livrent les banques pour gagner des parts sur les marchés émergents, alors, il est hautement souhaitable de compléter les réformes sur ces marchés (restructuration du secteur bancaire, contrôle et supervision bancaire, etc.) par une meilleure surveillance des activités internationales des banques des pays émetteurs (États-Unis, Union européenne et Japon). À l'appui de cet argument, on peut observer que les changements de variables-clef décidés pour éviter la formation de bulles pourraient coûter politiquement plus cher dans le pays destinataire que dans le pays émetteur.

Dans un sens, nous ne faisons que rappeler des faits bien connus (Kindleberger, 1978) quant à la formation des bulles. Mais ce rappel a le mérite de proposer un partage du fardeau de l'ajustement et de préciser le moment approprié pour des coordinations de politiques macroéconomiques et des interventions efficaces : la deuxième vague d'entrées de capitaux sur chaque marché émergent, celle qui en général se porte sur le secteur des biens non-exportables et de services financiers.

Malgré de nombreux enseignements et l'identification de signes avant-coureurs des crises bancaires et de change, il semble hélas que les enseignements tirés des crises asiatiques de 1997-1998 soient une fois de plus insuffisants pour empêcher une réédition des mêmes événements. On a certes admis la cause principale de ces « nouvelles » crises, dites du *xxi<sup>e</sup>* siècle, qui se caractérisent par un reflux brutal des capitaux. La faute en incombe à un recours excessif du secteur privé aux emprunts étrangers à court terme. Mais ces crises démontrent aussi que les ensembles d'où proviennent des flux importants (États-Unis, Europe, Japon) ne sont disposés ni à réduire la volatilité de leurs taux de change en acceptant de mieux coordonner leurs politiques monétaires et leurs propres cycles conjoncturels, ni à mieux maîtriser leurs propres flux de capitaux. Cela revient à laisser aux gestionnaires des marchés émergents la lourde charge de prévenir, seuls, les crises.

Que faire, alors ? On continue d'affirmer que prévenir et éviter les crises est avant tout l'affaire des pays destinataires et que les marchés émergents doivent poursuivre leur intégration aux marchés mondiaux des capitaux. Naturellement, on concède volontiers que cela suppose au préalable qu'ils mènent à bien des réformes pour (a) améliorer le contrôle de leur secteur bancaire national, (b) renforcer la surveillance de leur endettement extérieur, (c) opter, en matière de changes, pour un régime de change fixe (un « *currency board* ») ou le flottement pur et simple de leur monnaie. Et en ce qui concerne les problèmes de supervision bancaire, on gratifie ces pays d'un « conseil d'ami » : les réformes destinées à accroître la transparence entre emprunteurs et prêteurs sont « souhaitables » pour éradiquer le « népotisme » et la « corruption ». Pour notre part, nous restons sceptiques sur ce cadre analytique trop « idéal » et sur l'efficacité des recommandations qui en découlent (voir également Pereira da Silva, 1999). Ces dernières ne sont pas fausses, mais simplement « vieillottes ». Si ce cadre n'a pas vraiment fonctionné pour empêcher la crise mexicaine ou celles en Asie, pourquoi fonctionnerait-il maintenant ?

Mais pourquoi donc le contrôle des flux de prêts bancaires internationaux reposant sur des instruments de gestion macroéconomique de la demande locale – quelle que soit sa qualité – est-il si difficile ? Avant tout parce que, en phase d'expansion (c'est-à-dire précisément le moment qui nous intéresse), même les décideurs respectés (comme A. Greenspan pendant la longue phase d'expansion de la bulle américaine) n'ont que des moyens limités pour proposer, convaincre et ensuite mettre en place un réel resserrement des politiques. Les variables (et la mentalité) liées au cycle politique restent ici prépondérantes. Sans parler des problèmes techniques. Les praticiens dans les pays émergents savent qu'une réforme réelle du secteur financier est une affaire de longue haleine. Est-il raisonnable de demander à chacun de cesser, entre-temps, de se faire concurrence pour attirer des capitaux spéculatifs ? Il faut aussi considérer la taille du bilan des grands établissements des pays d'origine : des variations « mineures » de certains postes peuvent tout à fait respecter les ratios de bonnes pratiques prudentielles, mais néanmoins déstabiliser tel ou tel petit pays destinataire par un afflux de capitaux trop important<sup>17</sup>. Et les solutions macroéconomiques pour contrer les importantes entrées de capitaux à l'échelon local sont compliquées : stérilisation, appréciation

17. Une variation de 0,1 % des actifs totaux d'une seule banque de taille mondiale peut représenter des montants de l'ordre d'un demi-milliard de dollars.

de la monnaie nationale, rigueur budgétaire ou monétaire – toutes ont leurs inconvénients. Vouloir empêcher des crises en s'appuyant sur des mesures macroéconomiques liées à d'ambitieux programmes de réforme du secteur financier, c'est dans le meilleur des cas faire preuve d'optimisme.

Cela étant, pourquoi les grands pays fournisseurs de capitaux devraient-ils se sentir concernés ? Tout d'abord, parce que c'est bien souvent la « queue » de leurs propres cycles économiques et financiers qui génèrent les phases d'expansion et de contraction dans les pays destinataires ; les exemples abondent pour le Japon, l'Europe et les États-Unis. Ensuite, parce qu'il est dans leur intérêt que les marchés émergents se développent sans subir des crises financières et des débâcles à répétition. Il importe que les grands pays prennent conscience que la concurrence entre leurs propres banques pour des parts de marché dans les pays émergents peut enclencher une dynamique « perverse ».

Les pays émetteurs peuvent naturellement considérer que mettre en place des mécanismes préventifs de crises financières est impraticable ou trop coûteux. Mais l'inaction peut rendre les crises à venir encore plus coûteuses que celle qu'a connue l'Asie, et contraindre à recourir à une solution impopulaire : des plans de sauvetage de plus en plus lourds financés par le FMI, avec la participation « indirecte » ou obligée des contribuables du pays du G7 le plus proche, pour des raisons de « responsabilité régionale ». L'inaction pourrait aussi contraindre les marchés émergents à durcir progressivement leurs politiques : taxation des entrées de capitaux, jusqu'à la mise en place de contrôles de change, voire isolement. Qui plus est, les problèmes peuvent aussi devenir sociaux et politiques. Les mouvements d'opposition et les manifestants dans ces pays vont très bientôt évoluer de leur argumentaire pour l'instant purement éthique et émotionnel vers des raisonnements beaucoup plus techniques et difficiles à contester. Par exemple, au lieu d'une opposition viscérale et naïve à la « globalisation », on va bientôt montrer plus subtilement que c'est l'absence de partage du fardeau en phase de contraction qui fait que les avantages de la mondialisation sont trop volatiles pour être acceptables. Les thèses en faveur de la taxation des flux financiers – inspirées de la taxe Tobin – gagneront alors du terrain, jusqu'à ce qu'elles ne soient plus considérées comme totalement impraticables.

Que suggérer, dans ces conditions ? Pour commencer, on pourrait au moins renforcer la surveillance des sorties de mouvements de capitaux provenant des pays émetteurs. Outre l'actuelle surveillance des prêts bancaires et dérivés des banques déclarantes, l'appareil statistique de la BRI pourrait s'ouvrir aux fonds d'investissement et établissements financiers. Les statistiques des flux financiers pourraient mentionner non seulement les pays, les contreparties et les produits concernés, mais aussi leur répartition sectorielle dans le pays destinataire final. Il serait également utile de savoir à qui sont destinés *in fine* les flux provenant de (et transitant par) les centres bancaires « off-shores » comme Hong Kong et Singapour (comme le montrent Aoki, Bushimata & Sudo, 1997). Enfin, il y aurait lieu d'affiner les règles prudentielles relatives aux activités financières internationales, ce qui nécessiterait une étroite coopération des instances de réglementation des pays du G7 et des pays destinataires, ainsi que des organismes internationaux.

Il est probablement illusoire d'espérer éviter complètement la formation de bulles financières dans l'économie mondialisée, mais il est possible d'en réduire les manifestations, ne serait-ce que pour la protection des spectateurs innocents

(mais souvent émerveillés) de la globalisation financière, c'est-à-dire les personnes dont 90 à 100 % du revenu est en monnaie locale ou en nature, qui ne disposent d'aucun ou d'un seul véritable actif en général peu liquide (leur habitation principale), et dont les avoirs financiers (s'ils existent) se résument à un compte d'épargne en monnaie locale en général rémunéré sous le taux d'inflation. Les calculs sont difficiles à faire mais on peut parier qu'il s'agit là d'à peu près 90 à 95 % de la population de la planète.

L. A. P. S.

#### ANNEXE

##### FLUX DE CAPITAUX JAPONAIS VERS L'ASIE DE L'EST : SOURCES DES DONNÉES

Les mouvements de capitaux japonais (investissements en actions et de portefeuille, prêts bancaires et non bancaires) en direction des marchés émergents d'Asie (États, entreprises et établissements financiers) sont répertoriés dans plusieurs sources de données, qui ne sont pas toujours cohérentes entre elles :

— Rapports annuels des banques commerciales privées considérées individuellement<sup>18</sup> ;

— Notification par les banques commerciales privées à la Banque du Japon de leurs créances à l'étranger (information ensuite transmise à la BRI)<sup>19</sup> ;

— La balance des paiements régionale (par pays) du Japon, publiée par le ministère des Finances et la Banque du Japon<sup>20</sup> ;

— Les prêts du secteur public, qui ne sont pas repris dans les déclarations de la Banque du Japon à la BRI, figurent dans les rapports des organismes concernés (Fonds de coopération économique avec l'étranger – OECF – et Banque japonaise d'import-export – JEXIM –, par exemple, deux entités qui ont aujourd'hui fusionné pour former la Banque japonaise de coopération internationale – JBIC) ;

— Pour l'IDE japonais, le ministère des Finances publie avec des périodicités variables des données sur les encours et les flux d'IDE, répartis par pays destinataire et par branche d'activité. Des séries temporelles sont disponibles depuis la mi-1998.

18. Depuis leur exercice 1998, la plupart des banques commerciales à réseau national ont entrepris de publier leur exposition « globale » aux principaux marchés émergents, avec parfois une ventilation entre filiales d'entreprises japonaises et autres emprunteurs locaux.

19. La Banque du Japon publie (trimestriellement et semestriellement) le montant des créances des banques japonaises (directes et consolidées) à l'étranger, ventilé par pays. Également transmises à la BRI, ces données sont disponibles depuis l'exercice 1995.

20. Le numéro d'avril des statistiques mensuelles de la balance des paiements (*Balance of Payments Monthly*), publiées par le service international de la Banque du Japon, présente une ventilation des mouvements de capitaux par pays d'origine et de destination. Publiées trimestriellement, les statistiques bancaires internationales par pays (*Quarterly Locational International Banking Statistics*) se fondent uniquement sur la nationalité et comportent les caractéristiques suivantes : (a) les fonds en yens empruntés par les banques japonaises sur leur marché national et destinés à être prêtés ne sont pas comptabilisés comme une augmentation des engagements, parce qu'ils relèvent de transactions sur le marché intérieur et en monnaie locale ; (b) le transfert de ces fonds à des filiales à l'étranger est considéré comme une transaction internationale, et correspond à une augmentation des éléments d'actif et de passif (qui, *in fine*, se compensent mutuellement) ; (c) les prêts en euro-yens accordés par des filiales étrangères de banques japonaises à des agents non bancaires japonais sont également enregistrés au titre des « transactions internationales ».

Pour ce qui est des pays destinataires, la base de données commune FMI-OCDE-Banque mondiale-BRI sur les engagements extérieurs fournit une vue d'ensemble (malheureusement sans mention de la nationalité des créances) pour chaque grand marché émergent. Parallèlement, l'ensemble des mouvements liés aux activités internationales des banques japonaises (prêts aux non-résidents, achats de titres étrangers) peut être déterminé à partir de la publication, par la Banque du Japon, du bilan des banques de ce pays (sans ventilation par pays). Le ministère des Finances et la Banque du Japon publient également, avec les statistiques de la balance des paiements, la position nette globale du Japon en tant qu'investisseur (actifs et passif). Le recours à chacune de ces sources s'accompagne de plusieurs problèmes de couverture et d'incohérence (voir tableau p. 89).

— Les « activités internationales » des banques japonaises couvrent les actifs des « filiales à l'étranger » plus les transactions sur le marché intérieur avec des non-résidents. Il arrive toutefois que des prêts à des filiales d'entreprises japonaises soient « garantis » (officiellement ou non) par la maison-mère. Dans ces cas, les pratiques comptables varient, et l'opération peut être enregistrée sur un compte national comme sur un compte international.

— Nombre de banques japonaises ont utilisé leurs filiales étrangères établies dans des marchés extra-territoriaux (Union européenne, Hong Kong et Singapour, par exemple) pour prêter en yens ou en euro-yens à des agents non bancaires japonais, et recycler des fonds en yens par l'intermédiaire de leurs filiales à l'étranger, avec pour effet de « gonfler » leurs actifs internationaux.

— Le système actuel de déclaration à la BRI ne couvre pas les prêts en deux étapes destinés aux marchés émergents et accordés par des banques étrangères installées dans des centres extraterritoriaux (Singapour et Hong Kong), lorsque l'emprunteur est une banque ou une entreprise domiciliée dans le même centre extra-territorial (cette opération est considérée comme un prêt sur le marché intérieur, et bien qu'elle tombe sous la surveillance de l'institut d'émission local, les banques situées dans ces centres ne déclarent pas leurs activités à la BRI). En d'autres termes, il y a sous-estimation du montant véritable des prêts aux marchés asiatiques émergents en provenance des banques étrangères. Une partie de ces prêts échappent ainsi même aux chiffres « consolidés » de la BRI, parce que celle-ci ne peut prendre en considération que les données qui lui sont communiquées, c'est-à-dire généralement la destination première des flux.

Comparaison de différentes estimations réalisées sur les prêts à l'étranger octroyés par les banques japonaises

Source	Couverture	Nature	Dénomination officielle	Unité	Année fiscale (avril-mars)			
					Fin de période	Fin de période	Fin de période	
Banque du Japon. Bilans des banques e/	City (9), Trust (7) & LTC (3) banques	[1] Stock	Loans & Discounts « overall accounts »	US\$ milliards	(mars 96) 3 096	(mars 97) 2 731	(mars 98) 2 432	(mars 99) 2 531
Banque du Japon. Bilans des banques e/	City (9), Trust (7) & LTC (3) banques	[2] Stock	Investment Securities « overall accounts »	Taux de croissance nominal (%)	-11,8 %	-11,0 %	-11,0 %	4,1 %
Banque du Japon. Bilans des banques e/	City (9), Trust (7) & LTC (3) banques	[3] Stock	Total Assets « overall accounts »	US\$ milliards	704	611	608	651
				Taux de croissance nominal (%)	-13,1 %	-0,7 %	7,1 %	7,1 %
				Taux de croissance nominal (%)	4 908	4 312	4 047	4 119
				Taux de croissance nominal (%)	-12,1 %	-6,2 %	1,8 %	1,8 %
BoJ & MoF. Balance des paiements f/	Total des institutions (Source : BOP)	[4] Stock	Total international investment position, Total Loans	US\$ milliards	a/	b/	c/	d/
BoJ & MoF. Balance des paiements f/	Total des institutions (Source : BOP)	[4a] Stock	of which : International investment position, Bank Loans	Taux de croissance nominal (%)	915	823	944	1 021
				Taux de croissance nominal (%)	-10,1 %	14,7 %	8,1 %	8,1 %
Banque du Japon. Bilans des banques e/	City (9), Trust (7) & LTC (3) banques	[5] Stock	Loans & Discounts « international accounts »	US\$ milliards	647	556	656	680
Banque du Japon. Bilans des banques e/	City (9), Trust (7) & LTC (3) banques	[5a] Stock	of which : Loans & Discounts « overseas branches »	Taux de croissance nominal (%)	-14,0 %	17,9 %	3,7 %	3,7 %
Banque du Japon. Bilans des banques e/	City (9), Trust (7) & LTC (3) banques	[6] Stock	Securities « international accounts »	US\$ milliards	746	715	564	423
Banque du Japon. Bilans des banques e/	City (9), Trust (7) & LTC (3) banques	[6a] Stock	of which : Securities « overseas branches »	Taux de croissance nominal (%)	-4,2 %	-21,0 %	-25,0 %	-25,0 %
Estimation de l'auteur	City (9), Trust (7) & LTC (3) banques	[7] Stock	Total Loans & Invest. Securities of International accounts	US\$ milliards	646	627	492	356
				Taux de croissance nominal (%)	-3,0 %	-21,5 %	-27,7 %	-27,7 %
BRI	Institutions déclarantes (banques privées)	[9] Stock	Total Cross-Border Claims (does not cover public sector)	US\$ milliards	116	118	111	112
BRI	Institutions déclarantes (banques privées)	[9a] Stock	of which : Non-Reporting	Taux de croissance nominal (%)	2,0 %	-6,0 %	1,2 %	1,2 %
BRI	Institutions déclarantes (banques privées)	[9b] Stock	of which : Securities « overseas branches »	US\$ milliards	37	35	30	24
			Total Loans & Invest. Securities of International accounts	Taux de croissance nominal (%)	-5,3 %	-15,3 %	-17,7 %	-17,7 %
				Taux de croissance nominal (%)	862	833	675	536
				Taux de croissance nominal (%)	-3,4 %	-18,9 %	-20,7 %	-20,7 %
				US\$ milliards	895	895	895	724
				Taux de croissance nominal (%)	-19,1 %	-19,1 %	-19,1 %	-19,1 %
				US\$ milliards	389	389	380	279
				Taux de croissance nominal (%)	-2,5 %	-2,5 %	-2,5 %	-26,4 %
				US\$ milliards	119	119	115	86
				Taux de croissance nominal (%)	-3,2 %	-3,2 %	-3,2 %	-25,1 %

### Comparaison de différentes estimations réalisées sur les prêts à l'étranger octroyés par les banques japonaises (suite)

Source	Couverture	Nature	Dénomination officielle	Unité	Année fiscale (avril-mars)		
					Fin de période 1995	Fin de période 1996	Fin de période 1997
Overseas Economic Cooperation Fund	OECE	[10] Stock	Aide publique au Développement (Total)	US\$ milliards	81	72	69
		[10a] Stock	dont en Asie	Taux de croissance nominal (%)	63	-11,3%	-4,0%
		[11] Stock	Prêts	Taux de croissance nominal (%)	104	-11,5%	-3,7%
Export-Import Bank of Japan	JEXIM	[11a] Stock	dont en Asie	Taux de croissance nominal (%)	39	34	34
				Taux de croissance nominal (%)		-14,1%	2,3%
Total de l'investissement international, prêts BoJ		[12] =	[4]/[3]	En %	18,7	19,1	23,3
Total des avoirs internationaux							
Prêts et actifs escomptés		[13] =	[7]/([1]+[2])	En %	22,7	24,9	22,2
BoJ							
BRI et BoJ		[14] =	[9]/([1]+[2])	En %			29,5
		[15] =	[9b]/([1]+[2])	En %		3,5	3,8
OECF, JEXIM, BRI et BoJ							
						5,9	6,4
							26,8
							5,7
a/ décembre 1995							
b/ décembre 1996							
c/ décembre 1997							
d/ décembre 1998							
e/ Banque du Japon, novembre 1999, <i>Quarterly Bulletin</i>							
f/ Banque du Japon, balance des paiements régionale (numéros d'avril du <i>BoJ Bulletin</i> )							

NB : La dénomination anglo-saxonne des différentes catégories d'actifs a été conservée pour éviter toute confusion avec l'usage courant dans les statistiques japonaises.

Source : Banque du Japon (BoJ), Ministère des Finances (MoF), Tokyo.

## RÉFÉRENCES

- Aoki T., T. Bushimata & H. Sudo (1997), *Role of Off-Shore Market in Emerging Market Countries, Experience in Thailand, Malaysia and the Philippines*, Japan Center for International Finance (JCIF), juin.
- Aoki M., H. Patrick & P. Sheard (1994), « The Japanese Main Bank System: an Introductory Overview », dans *The Japanese Main Bank System*, sous la direction de M. Aoki & H. Patrick, Clarendon Press, Oxford, pp. 1-50.
- Arnott R. & J. Stiglitz (1988), *The Basic Analytics of Moral Hazard*, NBER Working Paper n° 2484, janvier.
- Banque mondiale (1994), *The East-Asian Miracle*.  
 \_\_\_\_\_ (1996), *Managing Capital Flows in East-Asia*.  
 \_\_\_\_\_ (1997), *Private Capital Flows to Developing Countries*, The Road to Financial Integration.  
 \_\_\_\_\_ (1999), *Global Development Finance*.
- Blanchard O.J. & M. Watson (1982), *Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets*, NBER Working Paper n° 945, juillet.
- Calvo G., M. Goldstein & E. Hochreiter (sous la direction de) (1996), *Private Capital Flows to Emerging Markets after the Mexican Crisis*, Institute for International Economics, Washington DC, septembre.
- Calvo G., L. Leiderman & C. Reinhart (1993), *Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America*, Staff Papers, FMI, vol. 40, pp. 108-151.
- Cargill T. & S. Royama (1990), « The Evolution of Japanese Banking and Finance », dans *Banking Structures in Major Countries*, sous la direction de G. Kaufman, Norwell, pp. 333-88.
- P. Collier, A. Hoeffler & C. Padillo (1999), *Flight Capital as a Portfolio Choice*, IMF Working Paper 99/171, décembre.
- Demetriades P. (1999), « Financial Liberalization and Credit-Asset Booms and Busts in East-Asia », communication présentée à la conférence de la Banque mondiale « The Credit Crunch in East-Asia », Washington DC, novembre.
- Goldstein M. (1998), *The Asian Financial Crisis: Causes, Cures and Systemic Implications*, Institute for International Economics, Washington DC.
- Guichard S. (1999), *La défaite financière du Japon*, Paris, Economica.
- Institute for International Finance (IIF) (1997), *Comparative Statistics for Emerging Market Economies*, décembre.
- Fond monétaire international (1998), *Fund-Supported Programs in the Asian Crisis*, EBS/98/202, novembre.
- Ito T. (1992), *The Japanese Economy*, University of Tokyo Press.  
 \_\_\_\_\_ (1995), *Japanese Economic Development: Idiosyncratic or Universal?*, communication présentée au congrès international de the International Economic Association, Tunis, décembre.
- Ito T. & I. Iwasako (1996), *Explaining Asset Bubbles in Japan*, Bank of Japan Monetary and Economic Studies, Vol. 14, N° 1, pp. 143-93.
- Ito T. & A. Krueger (sous la direction de) (1995), *Growth Theories in the Light of the East Asian Experience*, NBER East Asia Seminar on Economics, vol. 4, the University of Chicago Press.
- Ito T. & L. Pereira da Silva (1999), « The Credit Crunch in Thailand during the 1997-98 Crisis », *JEXIM Review*, juillet, The Export-Import Bank of Japan.
- Kindleberger C. (1978), *Manias, Panics and Crashes: a History of Financial Crises*, MacMillan, première édition.
- Krugman P. (1998), *What Happened to Asia?*, janvier.

- Kuawabara S. (1997), *Capital Flows to Latin America and Asia in the 1990s*, Japan Center for International Finance (JCIF).
- Kuroyanagi M. & Y. Hayakawa (1997), « Capital Movements in Four ASEAN Countries », *JEXIM Review*, Vol. 17, n° 1, The Export-Import Bank of Japan.
- McKinnon R. & H. Phil (1998), « Overborrowing: a Decomposition of Credit and Currency Risk », *World Development*, 26(7), pp. 1267-82.
- OCDE-Banque asiatique de développement, (1999), *Financial Liberalization in East Asia*, Paris, OCDE.
- Pereira da Silva L. A. (1999), *The Great Asian Slump*, Institute for Fiscal and Monetary Policy, Ministry of Finance, Tokyo, octobre.
- Pereira da Silva L. A. & M. Kuroyanagi (1999), « Boom and Bust in East Asia », *Japan Bank for International Cooperation Review Policy*, n° 2, novembre 2000, pp. 1-46.
- Sheets N. (1995), *Capital Flight from Countries in Transition: Some Theory and Empirical Evidence*, International Finance Discussion Paper No. 514, Washington Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Takayasu K. (1994), *International Finance in Asia as Seen from Japanese Financial Institutions*, Sakura Institute of Research, Pacific Business and Industries, Vol. III, n° 25, pp. 2-16.
- \_\_\_\_\_ (1995), *Asian Strategies for Japanese Banks toward the 21<sup>st</sup> Century*, Sakura Institute of Research, Pacific Business and Industries, Vol. III, n° 29, pp. 2-16.
- Wade R. & F. Veneroso (1998), *The Asian Crisis: The High-Debt Model versus the Wall Street-Treasury-IMF Complex*, mimeo.