

GONGPIL CHOI¹

CORÉE :

DE LA CRISE DE CHANGE À UNE NOUVELLE CROISSANCE

RÉSUMÉ. Comme toute crise financière, le cas coréen est une combinaison de problèmes structurels internes et de chocs externes. Un examen détaillé des causes de la crise asiatique, et du cas coréen en particulier, révèle que cette économie était sous tension en raison d'une stratégie non soutenable de croissance forte, financée par endettement, et du manque de contrôle et de surveillance dans le secteur financier. La croissance coréenne étant fondée sur une structure financière surendettée, l'exposition croissante d'un secteur industriel concentré à des chocs sur les termes de l'échange a eu pour résultat une pression à la dépréciation du won coréen, de plus en plus vive à partir de 1996. Le manque de flexibilité sur le marché du travail et d'ajustement de la production dans les industries à coûts fixes élevés, joint à une bande de fluctuation étroite du taux de change, a accru la vulnérabilité à une crise de change. Par ailleurs, plusieurs séries de réformes ont pâti de faiblesses politiques manifestes, notamment sur le plan financier, ce qui a ajouté à la confusion qui a précédé la crise. Plus généralement, les

réformes de structures, conduites en des temps politiquement fragiles, ont eu pour résultat un traitement maladroit de problèmes épineux, tels que les débâcles de Hanbo et KIA, qui ont nourri la panique des créanciers. Ainsi, la combinaison de problèmes internes et de chocs externes a empêché la mise en œuvre opportune d'une stratégie qui aurait permis de contrôler la vulnérabilité croissante du système.

Les conditions posées par le FMI à l'octroi de prêts n'ont pas cherché à résoudre le fond du problème mais plutôt à stabiliser le marché des changes, ce qui a rendu plus difficile la poursuite des réformes structurelles : réduction sévère de la demande, aggravation de la contraction du crédit, vague de faillites et chômage croissant. Malgré ces conditions contraires, la restructuration à la fois du secteur financier et des entreprises a été vigoureusement poursuivie en 1998, avec un changement majeur d'objectif de la politique macroéconomique, passée au second semestre de la stabilisation à la croissance. Dans un environnement extérieur plus favorable, avec notamment un yen plus fort au troisième

1. GONGPIL CHOI est chef du département Prévisions économiques au Korea Institute of Finance, Séoul (e-mail : gpchoi@sun.kif.re.kr). L'auteur remercie Jérôme Sgard, le professeur Wonam Park et un référé anonyme pour leurs commentaires utiles. Il remercie tout spécialement Dongsu Lee et Y.H. Park pour leur préparation minutieuse des données.

trimestre, les conditions financières ont continué de s'améliorer, initiant une baisse des taux d'intérêt et un won plus fort en fin d'année. Le défi de la Corée est maintenant de corriger la stratégie de croissance, tout en atténuant les effets nuisibles d'un won surévalué du fait d'entrées de capitaux accrues, après le regain de confiance mani-

festé par les investisseurs internationaux. Néanmoins, dans l'hypothèse où le processus de décision du système bureaucratique ressortirait à peu près intact de la crise, la restructuration pourrait aussi conduire à renforcer le système des « chaebol » aux dépens des contribuables.

Le 21 novembre 1997, le gouvernement coréen a demandé un prêt de secours au FMI pour faire face aux engagements extérieurs du pays. Après quelques jours de négociation, la Corée a signé un accord avec le FMI, pour un plan d'aide totalisant 58,3 milliards de dollars, soumis à une série de conditions macroéconomiques et structurelles. Depuis, l'économie coréenne a connu des changements très profonds, dus en particulier à de sérieuses réformes structurelles réalisées en période de contraction économique. L'issue de ce processus modifiera complètement le visage économique de la Corée au XXI^e siècle.

Cet article décrit l'évolution de la crise financière coréenne, les efforts de redressement actuels, ainsi que les problèmes irrésolus et les défis à venir. Il examine d'abord le développement de la crise, des premiers signes d'avertissements à l'appel lancé au FMI. Il aborde ainsi les origines et les causes de la crise, notamment le financement par dette, le capitalisme de clientèle ("crony capitalism") et le contrôle par le gouvernement du marché financier. Puis il analyse les effets, de la contraction économique et du rationnement du crédit, ainsi que les réponses apportées en matière de politique économique et de programmes de réforme. Enfin, il conclut sur les performances les plus récentes et sur quelques propositions de politique économique pour l'avenir.

Cronologie de la crise coréenne

Les causes structurelles : la stratégie de croissance forte financée par la dette

Après son entrée en fonction en février 1993, l'administration présidentielle s'est lancée dans un plan ambitieux destiné à relancer l'économie par le biais d'une "campagne de 100 jours pour une nouvelle économie", afin de dissiper le sentiment que l'investissement fléchissait. Après un départ lent en 1993, l'investissement a fortement repris en 1994-1995, en grande partie grâce aux efforts du gouvernement, mais il n'y a pas eu de vraie réforme du système pendant la période initiale de relance. L'accroissement de la capacité de production s'est surtout concentré dans les cinq industries majeures, grevées de coûts fixes très élevés, ce qui a rendu la Corée plus vulnérable en raison de la tendance des industries lourdes à réagir lentement aux chocs extérieurs, telle une dégradation des termes de l'échange. Alors que les commandes déclinaient, ces industries ont

enregistré une forte augmentation des stocks dès 1994. Par ailleurs, les investissements importants dans l'industrie lourde ont entraîné des déficits élevés du compte courant à partir de 1994 ; malgré un volume d'exportations relativement stable, la baisse des prix unitaires a contribué à la forte détérioration du solde courant. Enfin, le recours accru au financement à court terme, principalement en raison de charges d'intérêt plus faibles, a créé un déséquilibre significatif entre l'actif et le passif des agents privés et une aggravation supplémentaire de leur vulnérabilité aux chocs extérieurs. Dans ce contexte, l'adhésion à l'OCDE a accru l'excès d'emprunt à court terme à l'étranger, sans que soient mis en place un suivi et un contrôle suffisants. La Corée s'est donc engagée dans un cercle vicieux d'investissements mal alloués dans des industries lourdes et à faible profit, nourris par des emprunts extérieurs à court terme qui ont érodé progressivement la confiance étrangère (TABLEAU 1 et GRAPHIQUE 1).

TABLEAU 1

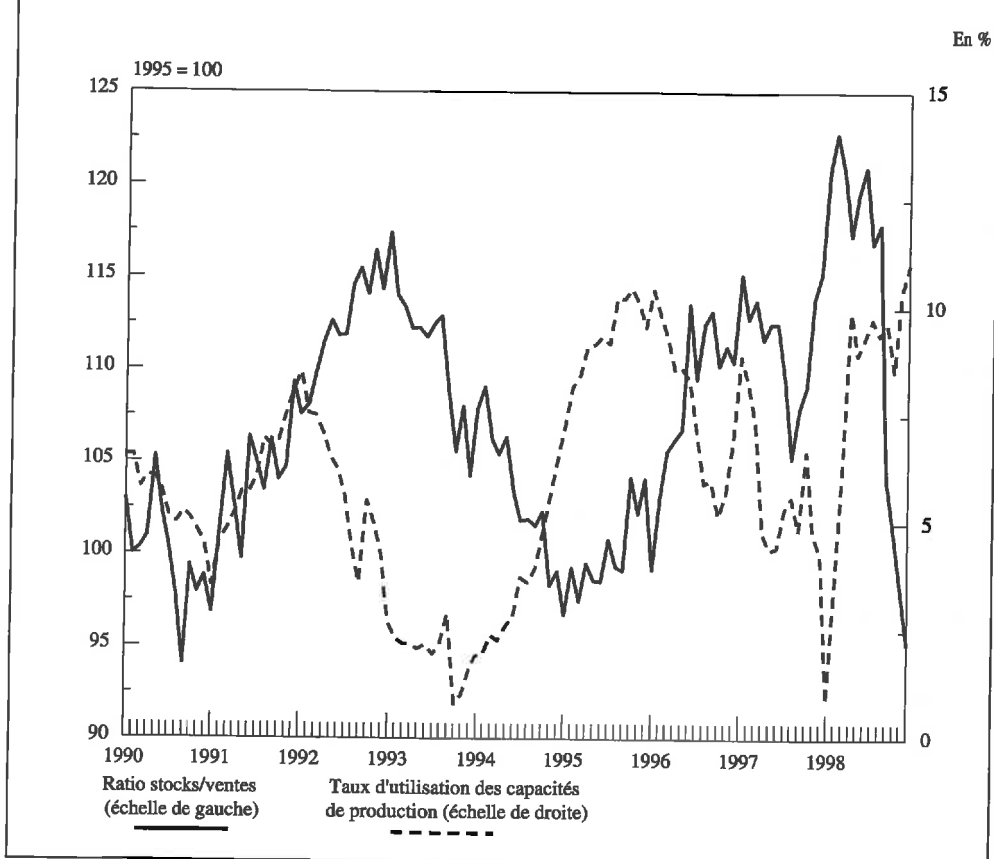
Principaux indicateurs économiques de la Corée							
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
	En %						
Investissement							
en infrastructures (%)	12,1	-1,1	-0,1	23,6	15,8	8,3	11,3
Produit Intérieur Brut	9,1	5,1	5,8	8,6	8,9	7,1	5,5
Consommation	9,3	6,8	5,3	7,0	7,2	6,9	3,5
. Privée	9,5	6,6	5,7	7,6	8,3	6,8	3,1
. Publique	8,5	7,6	3,0	4,2	1,0	7,8	5,7
FBCF	12,6	-0,8	5,2	11,8	11,7	7,1	-3,5
. BTP	13,0	-0,6	8,9	4,5	8,7	6,2	2,7
. Equipement	12,1	-1,1	-0,1	23,6	15,8	8,3	-11,3
Exportations	11,8	11,0	11,3	16,5	24,0	13,0	23,6
Importations	19,2	5,1	6,7	21,7	22,0	14,8	3,8
Epargne et investissement							
Epargne brute/PIB	35,9	34,7	35,1	35,2	35,9	34,5	34,2
Investissement brut/PIB	38,9	36,6	35,1	36,1	37,0	38,2	36,1
Compte courant/PIB	-2,8	-1,3	0,3	-1,0	-1,8	-4,8	-1,9
Rémunérations des employés	60,2	61,0	60,4	60,0	61,2	63,3	-
Indice des prix							
à la consommation	9,3	6,2	4,8	6,3	4,5	4,9	4,4
à la production	4,7	2,2	1,5	2,8	4,7	2,7	3,8

Source : Banque de Corée, *National Income*, divers numéros.

Quand, en 1996, l'économie a commencé à ralentir, les premiers symptômes de la crise financière étaient déjà là. Le taux de croissance du PIB réel, aux alentours de 9 % en 1994-1995, s'est réduit à 7,1 % en 1996, puis à 6,2 % au cours du premier semestre de 1997. Ce ralentissement s'est accompagné d'un accroissement des stocks, les firmes n'ajustant pas leur production à la réduction de la demande. Ceci a contribué à un nouveau gonflement du déficit courant qui est passé, malgré le ralentissement de l'économie, de 8,5 milliards de dollars en 1995 à 23 milliards de dollars en 1996 (soit 4,7 % du PIB, contre 2 % au cours des deux années précédentes). La dérive du compte courant a été aussi provoquée par la

GRAPHIQUE 1

La dégradation dans l'industrie



Source : National Statistical Office.

baisse des prix unitaires à l'exportation, notamment ceux des semi-conducteurs, ainsi que l'expansion rapide des importations, souvent des biens de capitaux et de matières premières. Ce déficit a été principalement financé par des flux de capitaux étrangers, entraînant une forte augmentation de la dette extérieure.

L'aggravation du déséquilibre extérieur a finalement alimenté la pression à la baisse du won. Un ralentissement important du crédit commercial à court terme était perceptible dès la deuxième moitié de 1996, après une forte croissance au premier semestre, ce qui a renforcé les anticipations d'une poursuite de la dépréciation ; ainsi, les entreprises ont accéléré le remboursement des crédits en devises afin de réduire les charges de paiement associées à un won faible dans l'avenir (Choi, 1997).

En 1997, des signes de tensions financières sont apparus aussi au plan interne, en raison de l'endettement excessif des entreprises. Au début de l'année, un grand nombre de compagnies se sont effondrées sous d'énormes coûts financiers : le 23 janvier, Hanbo Steel, le quatrième conglomérat du pays, a fait faillite avec 6 milliards de dollars de dette, premier cas de ce type pour un conglomérat coréen de

cette importance. Autre exemple, le 15 juillet, le troisième fabricant automobile coréen, Kia, en proie à une crise de liquidité, demandait aussi des prêts d'urgence (TABLEAU 2). Une telle série de faillites aurait dû attirer l'attention des investisseurs et des analystes puisqu'elle reflétait, quoique de manière partielle, la rupture de la politique gouvernementale de soutien aux grands groupes, menée traditionnellement à travers diverses mesures de prêts-relais, montés par l'Etat. Les autorités se sont trouvées dans la position embarrassante de devoir faire référence plus directement aux principes du marché, en période politiquement sensible, tout en se débattant avec la réalité du symptôme "too big to fail". Ce changement d'attitude gouvernementale envers les conglomerats a virtuellement déclenché la série de faillites et le gonflement des prêts non performants dans le système bancaire.

TABLEAU 2

Date	Société	Activité principale	Rang en Corée *	Prêts estimés des banques (en milliards de won)	Prêts estimés des non-banques (en milliards de won)
23 janvier	Hanbo	Acier	14	3,345	2,130
19 mars	Sammi	Acier	26	371	452
21 avril	Jinro	Distribution	19	868	2,342
19 mai	Daenong	Distribution & Textiles	34	483	668
17 juillet	Kia	Automobile	8	2,805	5,011
1er novembre	Haitai	Alimentation & Electron.	24	1,488	1,880
4 novembre	New Core	Distribution	25	905	293
8 décembre	Halla	Industrie lourde	12	3,036	3,440

* Les chiffres correspondent aux rangs des firmes en termes de taille de l'actif.

Source : Ministère des Finances et de l'Economie (Séoul).

Un secteur financier fragile et une surveillance relâchée

Il ne fait guère de doute, en effet, que l'insolvabilité des grandes compagnies a détérioré la solidité des institutions financières fortement engagées auprès de ces conglomerats. Les prêts non performants (PNP) des banques commerciales et des banques d'affaires étaient de 13 trillions de won à la fin de 1996 et ont à peu près triplé, pour atteindre 43 trillions de won en décembre 1997 (TABLEAU 3). En particulier, les banques d'affaires, qui n'étaient pas soumises à une surveillance très forte des autorités, ont enregistré 3,9 trillions de won de PNP à la fin d'octobre 1997, contre 1,3 trillion de won à la fin de 1996. Les prêts non performants de l'ensemble du secteur financier se sont accumulés rapidement, pour atteindre plus de 59,6 trillions de won, soit l'équivalent de 13 % du PIB à la fin de mars 1998.

2. "Trop gros pour faire faillite".

TABLEAU 3

Prêts non performants des institutions financières				
	En trillions de won			
	Décembre 1996	Décembre 1997	Mars 1998	Juin 1998
Préventif	-	42,8	57,7	72,5
Prêts non performants (A)	13,5 **	43,6	59,6	63,5
Banque	12,2	31,6	38,8	40,0
IFNB *	1,3	12,0	20,8	23,5
(Banque d'affaires)	2			
Prêts totaux (B)	434,4 **	647,4	668,7	624,8
A/B (%)	3,1	6,7	8,9	10,2

* Institution financière non bancaire.
 ** Banque + banque d'affaires uniquement.

Source : Ministère des Finances et de l'Economie (Séoul).

L'effet de contagion

Sur le plan international, les crises de change successives en Asie ont commencé avec la chute du baht thaïlandais au début de juillet 1997 qui s'est étendue rapidement aux pays voisins, notamment l'Indonésie et la Malaisie. Cela a conduit à une pression accrue sur d'autres pays, y compris la Corée. En octobre 1997, les agences internationales de *rating*, comme S&P et Moody's ont déclassé sévèrement la note à long terme de la Corée, dont l'endettement était de 110 milliards de dollars, plus de trois fois ses réserves de change (TABLEAU 4). Il n'est pas surprenant que, dans le contexte régional du moment, le won ait été attaqué. Au même moment, la bourse de Hong Kong avait subi la pire crise de son histoire, perdant près d'un quart de sa valeur en quatre jours, en raison des doutes sur les taux d'intérêt et de pressions sur le dollar de Hong Kong. Cet effondrement a aggravé également les perspectives économiques coréennes, en attisant les craintes sur l'avenir pour toutes les économies asiatiques : en novembre, le ratio de renouvellement de la dette extérieure à court terme de la Corée a commencé à chuter rapidement, ce qui a marqué une accentuation rapide de la crise de confiance latente des mois précédents.

TABLEAU 4

Dette extérieure totale de la Corée*						
	Fin de période, en milliards de dollars					
	Décembre 1992	Décembre 1993	Décembre 1994	Décembre 1995	Décembre 1996	Décembre 1997
Dette extérieure totale	42,8	43,9	56,9	78,4	104,7	120,8
Dette à court terme	18,5	19,2	30,4	45,3	61,0	69,6
Dette à long terme	24,3	24,7	26,5	33,1	43,7	51,2

* Selon les normes de la Banque mondiale.

Source : Ministère des Finances et de l'Economie (Séoul).

Le retrait des fonds japonais investis en Corée a été un facteur supplémentaire de crise : lorsque la situation s'est vraiment dégradée, les banques japonaises ont commencé à couper leurs lignes de crédit et à retirer leur argent de tous les pays de la région susceptibles d'être gagnés par la crise, y compris la Corée. Le manque de coopération dans la région est, de façon évidente, responsable de l'étendue de la crise en Asie.

En raison de la faiblesse des réserves de change mobilisables, le gouvernement coréen a été rapidement contraint de choisir entre un moratoire sur la dette extérieure et l'appel au FMI. Après un débat enflammé, le gouvernement a choisi la seconde option, le 21 novembre 1997 ; le 3 décembre, la Corée signait un accord avec le FMI, comprenant un plan d'aide totalisant 58,3 milliards de dollars, soumis à une longue liste de conditions relatives à la stabilisation macro-économique et aux réformes structurelles. Cet accord a marqué le début d'une tentative sans précédent de restructuration financière et industrielle.

Il faut noter que jusqu'à la mise en place d'une coordination bancaire internationale, à la fin du mois de décembre 1997, et malgré l'appui financier du FMI, le marché des changes n'a montré aucun signe de stabilité. S'il n'y avait pas eu une intervention explicite des pays du G7 par des mécanismes de coordination hors-marché, notamment pour convertir la dette à court terme, le programme du FMI aurait complètement échoué à mettre un terme à la crise.

Aux origines de la crise

Cette chronologie met en évidence quelques uns des facteurs qui auraient pu permettre d'anticiper la crise. Outre les effets de contagion de la part des voisins asiatiques, ceux-ci incluent des problèmes structurels tels que les relations entre l'industrie et l'Etat, le fort taux d'endettement des sociétés, le manque de surveillance des institutions financières et les politiques économiques inappropriées.

Etant donné que la Corée était encore récemment considérée par beaucoup, y compris le FMI et la Banque mondiale, comme un exemple de croissance économique, la crise de change récente pose des questions sérieuses quant à la nature des problèmes qui ont mené à cette situation. Malgré les quelques signes de difficultés prémonitoires, notamment le déficit très important du compte courant en 1996, les autorités ont continué de défendre la stabilité du change, allant contre la thèse soutenue par les milieux d'affaires qui aurait consisté à recourir à la dépréciation du change comme moyen d'accroître la compétitivité sur le marché mondial.

D'un point de vue plus large, la vulnérabilité accrue aux chocs extérieurs de nombreux pays asiatiques, dont la Corée, provient du manque d'opportunités d'investissements rentables, face à un flux toujours croissant de capitaux entrant dans le pays. A défaut d'avoir renforcé le système financier du pays receveur, l'accroissement de ces flux de capitaux a provoqué le plus souvent des bulles financières et immobilières, aggravées par les problèmes d'aléa moral rencontrés dans des institutions financières peu saines. C'est ainsi qu'une crise est apparue, pour égaliser les rendements financiers aux rendements réels, imposant du même coup une profonde révision des systèmes financiers des pays asiatiques.

Les problèmes structurels

LE MANQUE DE TRANSPARENCE. Un des problèmes grave de l'économie coréenne est son manque de transparence. Ainsi, les données statistiques procurées par le gouvernement et les sociétés privées ne reflètent pas toujours fidèlement la situation économique réelle. Dans le secteur industriel, les conglomerats, composés de nombreuses filiales apparemment indépendantes, ont joué un rôle majeur dans la croissance économique coréenne depuis les années soixante. Mais leur rentabilité a souvent été surestimée par des transactions internes et des garanties de paiement croisées entre filiales. Comme celles-ci n'étaient pas illégales et que les transactions internes n'étaient pas connues à l'extérieur, les autorités de surveillance ne pouvaient pas contrôler correctement leurs activités.

Dans le cas des institutions financières, le montant des créances douteuses a également été sous-estimé en raison des garanties de paiement croisées entre les sociétés. De plus, les chiffres concernant les créances irrécouvrables des banques excluaient les créances seulement douteuses (sub-standard). L'évolution de la rentabilité des institutions financières était donc fragile et difficile à mesurer dès avant la crise, mais sans que cela soit bien perçu, ce qui a bloqué toute réponse efficace à ces déséquilibres.

L'IGNORANCE DES PRINCIPES DU MARCHÉ. Un autre problème grave de l'économie coréenne était l'inexistence de principes de marché solides. L'aléa moral prédominait parmi tous les acteurs économiques, aussi bien les sociétés, les institutions financières, les salariés et les déposants bancaires. Les compagnies, surtout les grandes entreprises dont les *chaebols*, jouissaient de la protection du gouvernement et de restrictions à l'importation sur le marché intérieur. De plus, elles pouvaient emprunter à bas taux d'intérêt auprès des institutions financières, ce qui créait de fortes incitations à se développer sans une juste prise en considération des risques et des rendements. Ceci explique les ratios d'endettement des entreprises coréennes qui ont atteint des niveaux extrêmement élevés à la fin de 1997 : les trente plus grands conglomerats coréens avaient un taux d'endettement de 519 %, contre 154 % aux Etats-Unis, 193 % au Japon et 86 % à Taiwan (TABLEAU 5). En présence d'un choc négatif exogène, cet endettement des sociétés a joué un rôle majeur dans les effondrements successifs de grandes entreprises en 1997.

TABLEAU 5

Structure financière des sociétés manufacturières						En %
	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Fonds propres sur actif total	23,9	25,3	24,8	25,9	24,0	20,2
Ratio d'endettement	318,7	294,9	302,5	286,8	317,1	396,3
Rendement des capitaux propres	3,7	4,2	7,6	11,0	2,0	-4,2
Rendement du capital productif	0,9	1,0	1,9	2,8	0,5	-0,9

Source : Banque de Corée, *Financial Statement Analysis For 1997*.

La crise a donc été le résultat, et non la cause, de la faible rentabilité des entreprises coréennes. De très gros volumes de vente étaient la clé de la survie pour la plupart des entreprises qui avaient de grandes difficultés à absorber des chocs extérieurs, en raison de leurs coûts opérationnels très peu élastiques et d'un endettement en devises très élevé ; ce manque de trésorerie (fond de roulement) était largement couvert par l'emprunt, ce qui a encore accru l'effet de levier d'endettement pour la plupart des firmes coréennes. Il est clair que l'essentiel de l'augmentation de l'investissement a été financée par l'emprunt, et non par des bénéfices non distribués ou par autofinancement, comme c'est le cas pour les grandes sociétés des pays avancés.

De façon similaire, les principes de l'économie de marché n'ont pas été bien respectés dans le secteur financier. Le gouvernement contrôlait généralement les institutions financières privées comme si elles avaient été des banques d'Etat, et protégeait trop ces institutions dans des domaines tels que la gestion du personnel et l'exploitation. Celles-ci n'étaient donc pas gérées comme des entreprises privées cherchant à maximiser le profit et elles ont fini par accumuler une grande quantité de créances douteuses, correspondant aux capitaux que les firmes avaient gaspillés dans des investissements inefficaces et dupliqués. Les institutions financières contrôlées par l'Etat se comportaient simplement comme des caisses d'enregistrement, canalisant les fonds étrangers reçus vers les entreprises nationales, sans exercer une surveillance appropriée.

LES LIENS ENTRE L'INDUSTRIE ET L'ÉTAT. Cette gestion très négligente des sociétés et des institutions financières était due, en dernière analyse, à un système sociopolitique qui avait engendré des liens trop étroits entre l'industrie et l'Etat. La croissance a masqué ces problèmes et le grand public a ignoré généralement ces inefficiences, dès lors que la création d'emplois a été suffisante. Les media indépendants ont été aussi supprimés ou marginalisés, après l'avènement des grands groupes de communications liés aux *chaebols* qui défendaient principalement les objectifs de ces groupes et des intérêts privés. Toutefois, il faut noter que ces liens étroits ont commencé à être démantelés lorsque la Corée est devenue membre de l'OCDE et que le gouvernement s'est orienté vers une libéralisation vigoureuse, liée à l'acceptation des règles de la globalisation. Ainsi, la dépendance envers les sources de financement extérieures pour soutenir une forte croissance, a contribué à affaiblir, quoique de manière insuffisante, les relations entre les groupes d'intérêt coréens et le pouvoir, en raison de l'importance nouvelle donnée à la surveillance et au contrôle des débiteurs coréens par les créanciers étrangers. Le problème est donc de nature sociologique ou systémique : bien que tous les acteurs aient contribué à la crise, aucun groupe particulier ne saurait être tenu pour entièrement responsable.

Les faits empiriques

Deux hypothèses majeures sont en présence pour analyser la cause principale de la crise asiatique : l'une est celle d'attaque soudaine, proposée notamment par Radelet & Sachs (1998) et Stiglitz (1998) ; l'autre est celle de la faiblesse des fondamentaux, défendue par Krugman (1998) et Dornbusch, Goldfajn & Valdes (1995). Les problèmes structurels de long terme dans une

petite économie ouverte se traduisent très souvent par une crise bancaire ou une crise de change. A l'aide des données coréennes, nous avons examiné les fondamentaux et trouvé qu'il y avait bien une forme de vulnérabilité systémique. En ce sens, le cas coréen est peu différent de celui des autres pays en crise : le système affaibli était vulnérable à un choc extérieur ce qui a conduit à la crise.

Nous avons testé l'hypothèse théorique qu'un effondrement du change a lieu quand : *i*) un pays a un taux de change surévalué ; *ii*) un ralentissement de l'économie est anticipé et *iii*) les réserves de change sont faibles alors que l'aversion au risque est élevée. Le recours à la déviation du REER³, comme mesure de surévaluation du change, permet d'apprécier le degré de cette surévaluation, sa durée et les effets de la contagion financière internationale. Par ailleurs, l'expansion monétaire domestique conduit généralement à une perte de compétitivité et à une diminution des réserves : des études montrent de plus en plus que la compétitivité est aussi un facteur clef dans tous les types de crise de change. La contagion, elle, se transmet habituellement à travers deux canaux : *i*) la liaison commerciale, dans le cas d'une dévaluation des partenaires commerciaux ; *ii*) ou la liaison financière, dans le cas d'une augmentation de l'aversion au risque, même en l'absence d'un changement des fondamentaux économiques. Enfin, la performance économique est liée à la crédibilité de l'engagement du gouvernement à défendre le taux de change.

La crédibilité est évaluée à partir d'informations sur la croissance économique attendue, le montant des réserves de change et la puissance de la contagion financière. Un effondrement du change est occasionné par une perte de compétitivité internationale, due à une surévaluation réelle du taux de change pondérée en fonction des échanges. Ainsi, une monnaie peut rester longtemps surévaluée si la croissance de la production est forte, si les réserves sont élevées au regard de la dette extérieure et s'il n'y a pas de contagion extérieure.

TABLEAU 6

Les déterminants de la crise de change coréenne

	Actuel	Moyenne mobile sur 6 mois	Actuel	Moyenne mobile sur 6 mois
Constante	-1,150 (-8,550)	-0,765 (-4,607)	-1,391 (-11,546)	-1,187 (-7,258)
Taux de change réel effectif	0,032 (1,866)	-0,075 (-3,443)	0,057 (3,349)	-0,054 (-2,198)
Crédit domestique / PIB	0,123 (5,541)	0,131 (4,368)	0,144 (6,347)	0,189 (5,591)
M2/Réserves de change	0,113 (17,450)	0,119 (13,661)	0,118 (17,604)	0,126 (12,894)
Standard & Poors ratings	0,716 (3,363)	1,271 (5,147)	-	-
R ² ajusté	0,89	0,83	0,88	0,78

Toutes les variables explicatives sont exprimées en variations, en pourcentage par rapport à l'année précédente. La moyenne mobile couvre le mois actuel jusqu'aux cinq mois précédents.

Période de l'échantillon : janvier 1990 à décembre 1997. Les *t* de Student sont entre parenthèses.

3. *Real Effective Exchange Rate*, taux de change effectif réel.

TABLEAU 7

Test des propriétés auto-réalisatrices de la crise de change

	Variable indicatrice de période 1	Variable indicatrice de période 2	Variable indicatrice de période 3	Variable indicatrice M2/Rés. de change	Variable indicatrice M2/Rés. de change	Variable indicatrice taux de change réel effectif	Variable indicatrice crédit domestique/PIB
Constante	-0,784 (-3,984)	-0,738 (-4,079)	-0,760 (-4,240)	-0,513 (-2,791)	-1,295 (-5,611)	-1,046 (-6,612)	-0,781 (-5,392)
Taux de change réel effectif	-0,065 (-2,834)	-0,083 (-3,588)	-0,065 (-2,916)	-0,151 (-6,994)	-0,141 (-4,646)		0,009 (0,310)
Credit domestique/PIB	0,115 (2,434)	0,107 (2,925)	0,105 (3,235)	0,133 (3,652)	0,247 (5,106)	0,063 (2,030)	
M2/Réserves de change	0,119 (13,601)	0,114 (13,074)	0,119 (13,627)	0,167 (9,313)		0,133 (14,519)	0,116 (12,996)
Ratings de Standard & Poors	1,153 (3,109)	1,306 (3,673)	1,139 (3,316)	1,145 (3,712)	1,997 (4,805)	1,389 (5,048)	1,061 (3,261)
Dummy 1	0,917 (0,075)	3,410 (1,172)	8,150 (0,502)	0,417 (0,331)	2,653 (4,660)	-0,077 (-0,136)	1,529 (5,219)
Dummy 2 : Taux de change effectif réel	-1,328 (-1,505)	-0,299 (-0,973)	0,053 (0,085)	0,238 (4,161)	0,183 (2,941)		-0,183 (-4,275)
Crédit intérieur/PIB	-0,282 (-0,188)	-0,375 (-1,287)	-1,279 (-0,468)	0,016 (0,267)	-0,132 (-1,865)	0,249 (2,797)	0,035
Dummy 3 : Ratio M2/Réserves de change	0,304 (0,850)	0,145 (0,727)	0,502 (0,470)	-0,119 (-2,765)		-0,056 (-2,545)	(1,802)
R ² ajusté	0,84	0,84	0,83	0,89	0,81	0,85	0,86

Dummy 1 fait référence au krach de novembre à décembre 1997 ; Dummy 2 et Dummy 3 renvoient à l'indicateur de tension sur le marché des changes, construit initialement afin d'identifier les épisodes de la crise. La définition précise de cet indicateur et la série des épisodes de la crise peuvent être obtenues auprès de l'auteur.

TABLEAU 8

Autres déterminants de la crise de change

	Equilibre budgétaire /PIB	Taux de croissance de M2	Excédent d'offre de monnaie	Compte de capital /PIB	Compte courant /PIB	Dépréciation des pays concurrents
Coefficient	0,047 (0,316)	0,108 (1,607)	-0,059 (-3,572)	-0,001 (-0,596)	-0,358 (-6,694)	0,009 (0,156)
R ² ajusté	0,83	0,83	0,85	0,83	0,89	0,83

Toutes les variables sont en variation, en pourcentage par rapport à l'année précédente avec une moyenne mobile à 6 mois. Période de l'échantillon : janvier 1990 à décembre 1997. Les t de Student sont entre parenthèses.

Dans notre étude, la pression du marché des changes est calculée en utilisant les réserves, les taux d'intérêt et le taux de change, selon la méthode employée par Eichengreen, Rose & Wyplosz (1995). A partir de cette méthode, nous avons défini 11 épisodes de crise de change pendant les années quatre-vingt-dix, la plupart d'entre eux étant concentrés au début de cette décennie et en 1997. Les épisodes antécédents de crises de change inabouties, dans une économie à demi ouverte, ont été dus principalement à l'éclatement de bulles, après une forte expansion (années 1986~1988). Employant des techniques de régression standard ou un modèle logit, nous avons confirmé les résultats de Eichengreen et Rose (1998) montrant que quatre déterminants clefs interviennent dans le cas coréen : le ratio crédit domestique /PIB, le ratio M2/réserves étrangères, le taux de change réel effectif, et les *credit ratings* (TABLEAU 6).

Concernant les caractéristiques non linéaires d'une crise de change, nous n'avons pas trouvé que les anticipations auto-réalisatrices aient joué un rôle significatif dans le cas coréen, indiquant par là que la Corée est assez similaire aux autres pays impliqués dans la crise (TABLEAUX 7 et 8). Au total, ceci montre que la crise coréenne ne se différencie pas en termes d'aggravation des fondamentaux économiques, d'un taux de change surévalué, de réponses de politiques économiques inappropriées et d'effets de contagion (Park & Choi, 1998).

Les échecs de la politique économique

Afin de surmonter l'aggravation de la situation économique, le gouvernement a mis en œuvre différentes politiques économiques successives, parfois de manière fragmentaire. Ces politiques ont été souvent inefficaces, soit parce qu'elles arrivaient au mauvais moment, soit parce qu'elles manquaient de cohérence, donnant au marché des signaux ambigus. La politique du change extérieur en est un exemple. La bande de fluctuation hebdomadaire étroite avait été adoptée en 1990 et progressivement élargie, parallèlement aux avancées de la libéralisation financière ; toutefois elle ne dépassait pas $\pm 2,25\%$ avant la crise. Avec un déficit du compte courant en forte augmentation à partir de 1995, les pressions à la dépréciation du won se sont accrues et les anticipations d'une nouvelle dépréciation se sont développées. Le fonctionnement de cette bande de fluctuation aussi étroite est donc devenu difficile : son maintien a pratiquement paralysé le marché des changes dans la deuxième moitié de novembre 1997. Avec le recul, si la bande avait été élargie plus tôt, la chute soudaine et massive de la valeur de change du won, à la fin de 1997, aurait pu être évitée pour laisser place à une dépréciation plus progressive.

Un autre exemple est la façon dont les entreprises en difficulté ont été traitées. Il avait été déclaré à maintes reprises que les règles du marché leur seraient appliquées : toutefois, les procédures ont, la plupart du temps, pris la forme d'une médiation juridique ou de l'application du "Bankruptcy Prevention Accord"⁴, qui l'une ou l'autre n'était pas forcément cohérente avec les "principes de marché"

4. Cet accord a été introduit en avril 1997 pour prévenir des insolvabilités en chaîne. Si la demande de protection, dans les termes de l'accord, par une entreprise en difficulté est acceptée, les banques diffèrent le refus d'honorer les traites de celle-ci.

préconisés. Ainsi, l'incapacité, à une étape avancée, à régler les problèmes de KIA, le huitième conglomérat coréen, a accentué la confusion et la méfiance parmi les créanciers étrangers.

Les politiques visant à augmenter la solvabilité extérieure du pays ont eu aussi, parfois, un effet négatif manifeste, au moins sur les perceptions des agents. Ainsi, le gouvernement a saisi toutes les opportunités pour déclarer que les fondamentaux de l'économie coréenne étaient solides, ce qui n'a fait qu'amplifier la méfiance des investisseurs étrangers qui avaient une vision beaucoup plus claire des faiblesses de l'économie coréenne. De même, la confiance étrangère a commencé à nettement s'éroder quand les autorités ont répondu avec légèreté aux premiers épisodes de crise en Asie du sud-est. La décision de convertir KIA en une entreprise publique, puis de garantir les dettes en devises des institutions financières coréennes ont également été prises en se fondant sur la croyance erronée qu'une intervention publique augmenterait la confiance internationale dans la solvabilité de la Corée. En fait, ces actes ont déçu les investisseurs internationaux qui espéraient que les solutions fondées sur le marché seraient mises en œuvre par le secteur privé. L'intention originelle d'adopter les principes du marché s'est ainsi totalement inversée, et l'intervention grandissante de l'Etat n'a fait qu'augmenter l'incertitude.

Ces exemples démontrent que les autorités étaient mal préparées à traiter des problèmes dans un environnement plus ouvert parce qu'elles ne réalisaient pas complètement toutes les répercussions sur les règles du jeu internes, d'une large ouverture aux flux de capitaux internationaux. Le manque de soutien légal, la faiblesse des procédures de faillite et la difficulté à accélérer la libéralisation financière, dans une situation politiquement fragile, ont rendu très difficile la définition de réponses appropriées, face à la vulnérabilité grandissante de l'économie.

Après la crise de change

Juste après l'intervention du FMI, en décembre 1997, le taux de change a atteint 2000 won/dollar, puis a suivi, dans les mois ultérieurs, un sentier de réappréciation pour atteindre 1170 won/dollar en janvier 1999. La stabilité du marché des changes a été acquise au prix d'un niveau du taux d'intérêt sans précédent qui s'élevait, le 23 décembre 1997, à 31,1 % (rendement sur 3 ans des obligations privées). Cette politique, mise en œuvre immédiatement après la crise de change, a contribué à la stabilisation du marché des changes, au prix d'une contraction sérieuse du crédit et d'une compression de la demande intérieure. La réduction des importations a contribué alors à un retournement remarquable du compte courant, à partir de novembre 1997 : un excédent mensuel moyen de plus de 3 milliards de dollars a été enregistré durant l'année 1998, qui s'est terminée avec un solde positif total de plus de 40 milliards de dollars.

La récession a eu des conséquences graves sur les entreprises ayant un ratio d'endettement très élevé, et l'activité a été pratiquement bloquée par le niveau des

taux d'intérêt. Le nombre des faillites a augmenté en janvier jusqu'à plus de 3 000 sociétés, contre moins de 1 000 avant la crise, et le chômage s'est accru fortement, en l'absence d'un filet de protection sociale approprié, passant de 2,6 % en 1997 à 8,5 % en décembre 1998. La chute de l'activité a été particulièrement sévère dans le secteur privé en raison de la baisse très forte des dépenses de consommation et d'investissement. Au premier trimestre 1998, le taux de croissance du PIB a été négatif pour la première fois en 18 ans, à - 3,9 %. La baisse du PIB s'est poursuivie au second et troisième trimestre, de même que celle de la production industrielle, de la consommation et de l'investissement productif. La contraction du crédit a resserré aussi les contraintes de liquidité de la plupart des consommateurs, ce qui explique un phénomène rare de déclin simultané de la production et de la consommation (récession particulièrement forte dans les secteurs de l'automobile, des véhicules utilitaires, des machines et équipements, et de la métallurgie). L'indice de l'activité industrielle pour les petites et moyennes industries a diminué de 20 % au premier semestre 1998, et de 35 % au troisième trimestre ; enfin, le secteur exportateur n'a pas soutenu très fortement l'activité : la valeur des exportations devrait baisser de 4,4 % en 1998, résultat médiocre expliqué principalement par la récession en Asie et la baisse du prix unitaire des exportations.

La contraction du crédit (*credit crunch*)

Pour se maintenir en vie et éviter un effondrement de la production, les entreprises ont eu besoin de reconstituer des fonds suffisants. Cependant, comme elles présentaient des risques de crédit élevés et que les institutions financières étaient menacées par des fusions ou des fermetures si elles n'atteignaient pas les ratios de fonds propres fixés par la Banque des Règlements Internationaux (BRI), elles ne pouvaient qu'être extrêmement précautionneuses quant à leurs nouveaux risques. Ceci explique que, dans une situation de contraction du crédit, même des entreprises saines ont pu être victimes d'un manque temporaire de liquidité. Pour résoudre au moins partiellement ce problème, les autorités ont proposé des prêts garantis aux sociétés ayant une solvabilité limitée mais un fort potentiel de croissance, à travers des agences publiques de crédits. Au delà, le moyen le plus efficace pour résoudre une période de contraction du crédit est en principe de raccourcir la durée des réformes structurelles. Dès que les ajustements dans le secteur des entreprises sont terminés et que les firmes non viables sont éliminées du marché, les risques de crédit sont réduits ; ceci encourage les institutions financières à augmenter leurs prêts au secteur privé et desserre la contraction du crédit.

Les études empiriques sur la relation entre fonds propres et volume des prêts confirment que le manque de fonds propres des banques conduit à la diminution des prêts bancaires. L'augmentation des créances douteuses entraîne la réduction du ratio de fonds propres et assèche les canaux de distributions de crédit. Ces résultats justifient les efforts du gouvernement pour racheter les créances douteuses des banques ; dès lors leur réduction est l'étape préalable à une relance en profondeur du système financier. Selon notre étude sur données de panels qui portent sur les bilans de sept principales banques commerciales de décembre 1989 à juin 1997, une réduction de 1 % du ratio de fonds propres conduit à une diminution de 0,9 % des prêts accordés (TABLEAU 9). Des études complémentaires, sur la

TABLEAU 9

Effet sur le crédit d'une réduction du levier d'endettement des entreprises*

MODELE 1 (modèle à effet fixe) :

$$\text{Log (prêt de 7 banques commerciales en won)} = 2,97 + 0,90^{\text{**}} \log (\text{ratio de fonds propres de 7 banques commerciales})$$

(6,6) (27,5)

$$R^2 = 0,85.$$

MODELE 2 (modèle à effet aléatoire) :

$$\text{Log (prêt de 7 banques commerciales en won)} = 4,23 + 0,78^{\text{**}} \log (\text{ratio de fonds propres de 7 banques commerciales})$$

(10,2) (23,6)

$$R^2 = 0,80.$$

- Hypothèse nulle : $\text{cov}(\alpha_i) = 0$ n'est pas rejetée au seuil de 10%, ce qui implique un meilleur ajustement du modèle 1. (α_i : effet individuel spécifique, X_{it} : variable explicative).
- Statistique du test de Hausman ($\chi^2_{d.f=1}$) : 1,31 (valeur critique) .
- L'échantillon couvre la période allant de décembre 1989 à juin 1997.
- N = 126 observations.

Entre parenthèses, les t de Student.

* Sur données de panel.

relation entre l'augmentation de l'offre de monnaie et une situation de contraction du crédit, révèlent que, dans ces conditions, l'offre de monnaie joue un rôle de plus en plus faible sur les prêts aux entreprises. En ce sens, au delà de la phase aiguë de la crise fin 1997, la crise du crédit est plus le résultat, au niveau micro-économique, de tentatives engagées pour améliorer les ratios de fonds propres que le reflet d'un manque de liquidité.

Dans un tel contexte, les échanges de dette contre fonds propres atténuent de manière significative une situation de contraction de crédit, puisqu'ils réduisent les ratios d'endettement, abaissant la probabilité de faillite. Selon notre modèle de prévision des faillites, une réduction de 10 % de la dette des entreprises, par échange de dette contre fonds propres, diminue la probabilité de faillite de 0,18 à 0,11 (TABLEAU 10). Selon une étude de KIF (Korea Institute of Finance), un échange de dette contre fonds propres de 10 % augmente les prêts bancaires de 9,5 %, alors qu'un échange de dette contre fonds propres de 30 % peut amener une augmentation des prêts bancaires de 18,5 %.

TABLEAU 10

Effet attendu d'un échange de dette contre fonds propres

Taux de conversion d'échange dettes/ fonds propres	Nombre de firmes viables (annuel)	Diminution du taux de faillite	Prévention de l'érosion des fonds propres	Relance des prêts bancaires
10%	50	0,113%	13,6%	9,5%
20%	84	0,189%	22,3%	15,6%
30%	100	0,224%	26,4%	18,5%

Source : Korea Institute of Finance, *Economic Forecast Series* 98-1.

En outre, selon une autre étude économétrique réalisée au KIF (1998), diminuer les faillites au travers d'échanges de dette contre fonds propres a aussi une incidence favorable sur la situation de l'emploi : prévenir les faillites de 50 grandes entreprises préserve approximativement l'emploi de 150 000 travailleurs.

La baisse de la consommation

Une des caractéristiques les plus marquantes de la contraction économique actuelle est le déclin sans précédent des dépenses de consommation. Les ventes de gros et au détail de biens de consommation au troisième trimestre 1998 ont chuté de 23,4 % par rapport à la même période en 1997. La moyenne mensuelle des dépenses de consommation d'un ménage urbain, salarié, a diminué de 13,2 % sur la même période. Au début de l'année 1998, les consommateurs ont particulièrement réduit leurs dépenses de biens durables et de biens d'importation, dont les ventes ont enregistré des baisses respectives de 38,5 % et de 51,3 % au premier trimestre 1998, la consommation privée ayant diminué de 12,4 % au total.

Par rapport à 1997, la propension moyenne à consommer a reculé de 5,1 points de pourcentage, pour atteindre 66,1 % ; le taux d'épargne brut est estimé à 37,8 %, son niveau le plus élevé depuis le début des années quatre-vingt.

L'analyse de la contraction de la consommation situe l'effet de richesse aux alentours de 16 % dans le cas de la Corée (3,4 % aux Etats-Unis⁵). Ceci signifie que, dans ce pays, les variations dans la valeur des actifs ont un effet important sur la consommation privée. En outre, les facteurs cycliques comme la réduction du revenu disponible, les contraintes de liquidité et les taux d'intérêt plus élevés ont contribué à la baisse de la consommation privée. Ceci laisse prévoir que, sans un rétablissement de la bourse et du marché immobilier, la consommation devrait rester atone en 1999.

L'"effet de Katona" dit que la volatilité de l'inflation déprime la consommation en raison d'un accroissement de l'épargne de précaution. Appliqué au cas coréen, il est présent à toutes les périodes, sauf les années 1991-1995, quand les effets de richesse déterminent les décisions d'épargne et de consommation. Au delà de cet effet, l'augmentation du chômage, la baisse du revenu réel et les incertitudes économiques ont contribué de façon significative, depuis la fin de 1998, à la contraction de la demande. Ainsi, l'augmentation du chômage a eu un effet de contraction sévère sur la demande intérieure, qui laisse craindre un ralentissement prolongé de la consommation. Afin de stimuler la demande et l'emploi, le gouvernement a augmenté les dépenses de travaux publics et renforcé le filet de protection sociale. Une politique fiscale expansionniste (baisses d'impôts et accroissements des dépenses) a également été mise en œuvre progressivement, dont l'effet est attendu pour le second semestre de 1999.

Une autre conséquence sociale de cette récession est l'accroissement des inégalités de revenus qui retrouvent un niveau proche de celui atteint au début des années quatre-vingt, après plusieurs années d'une réduction significative. Le revenu et la consommation des classes défavorisées ont chuté rapidement

5. *Taking Stock in the Wealth Effect*, Economic Research, Bank of Tokyo-Mitsubishi, 7 août 1998.

de 12,5 % et 9,5 %, contre respectivement de 6,8 % et 7,5 % pour les classes moyennes. Par opposition, le revenu de la classe supérieure a augmenté de 0,4 % alors que ses dépenses de consommation ont chuté de 9,7 %. Cette hausse des inégalités est clairement liée au développement du chômage qui est désormais le problème majeur de la Corée, où la demande de travail, historiquement élevée et gonflée par la forte croissance, a toujours maintenu le taux de chômage à environ 2 %. En janvier 1999, le taux de chômage a atteint le niveau record de 8,5 %. Cette augmentation est probablement inévitable dans le cadre du processus de réforme structurelle, mais dans un pays démuné d'un filet de protection sociale adéquat, elle pourrait provoquer directement des troubles politiques et sociaux qui compromettraient ces réformes. Il faut donc prendre des mesures pour contenir le taux élevé de chômage de long terme.

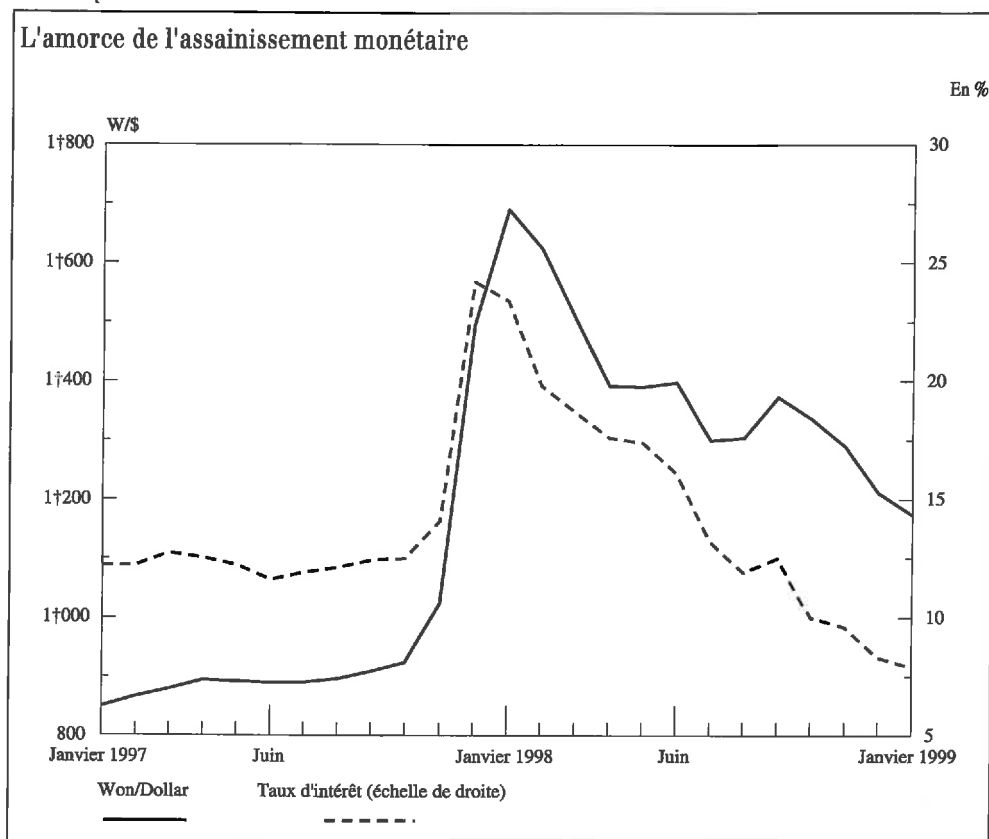
C Comment surmonter la crise

En acceptant le plan d'aide financière du FMI, le 3 décembre 1997, le gouvernement coréen s'est engagé à poursuivre un programme axé sur la stabilité macroéconomique et les réformes dans le secteur financier, les entreprises et le marché travail. Cette stratégie avait pour objectif principal d'assainir le système financier à travers sa restructuration et de procurer un filet de protection sociale aux nouveaux chômeurs, par une hausse des dépenses publiques. Les autorités ont néanmoins rencontré des difficultés à évaluer l'étendue de l'insolvabilité en raison du manque de transparence au sein des principaux *chaebols*.

La politique macroéconomique

Les objectifs majeurs de la politique macroéconomique coréenne en 1998 étaient de stabiliser l'environnement économique et de consolider le système bancaire en augmentant les réserves de change et en nettoyant le bilan des institutions financières en difficulté (GRAPHIQUE 2). Au second semestre, l'objectif de la politique macroéconomique est passé de la recherche de la stabilité sur le marché des changes, à celle d'un meilleur équilibre entre stabilité et croissance, quand il est apparu que l'impact négatif des remèdes du FMI pèserait d'un poids plus lourd que leur effet positif sur le taux de change. Avec un taux de change stable et un rationnement du crédit, l'adhésion à une politique de taux d'intérêt élevé a faibli. Afin d'augmenter les réserves de change, dans un contexte d'investissement étranger ralenti, un excédent massif du compte courant s'est révélé nécessaire. Pour ces raisons, la politique macroéconomique s'est concentrée sur l'accroissement des exportations et la réduction des importations. Les efforts, dans la seconde moitié de l'année 1998, ont porté sur les dépenses gouvernementales en augmentation de plus de 5 % du PIB nominal. Ces dépenses sont allées surtout à la création d'un filet de protection sociale pour les chômeurs, et 50 trillions de won ont été alloués au rachat de créances douteuses et à la recapitalisation du système financier. Les conditions extérieures, telle que l'appréciation du yen au troisième trimestre, ont contribué à alléger la charge fiscale. Au total, un

GRAPHIQUE 2



Source : Banque de Corée.

déplacement de la politique de stabilisation vers une politique de croissance était certainement approprié au vu de la détérioration des conditions économiques observée encore au troisième trimestre.

Sur le plan de la politique de change, le 20 novembre 1997, la Corée a élargi la bande de fluctuation journalière du taux de change à $\pm 10\%$, alors qu'elle avait été de $\pm 2,25\%$ (taux moyen du marché), et le 16 décembre, elle est passée à un système de change flottant. Une bande étroite provoquait en effet des pressions à la dépréciation du won en cas de chocs négatifs car les anticipations ne pouvaient plus être satisfaites et les transactions s'arrêtaient en raison de l'écart entre le prix affiché et les anticipations des participants au marché.

La restructuration du secteur financier

Les difficultés dans le secteur financier ont des origines multiples. Pour certains, une économie de marché en évolution lente crée des conditions favorables au risque de collusion entre politiciens et hommes d'affaires, ce qui entraîne des distorsions profondes dans le mécanisme des prix. Dans le cas de la Corée, cette distorsion n'a pu être évitée en raison des diverses barrières à

l'entrée et des transactions internes aux grands groupes d'affaires. En ce sens, l'objectif de la restructuration financière est de stabiliser le système financier à court terme, mais aussi d'améliorer la solidité et l'efficacité des institutions financières, à plus long terme. Agir vite a été un des principaux objectifs de cette restructuration financière, afin d'atténuer les effets de la contraction du crédit qui a étouffé l'économie entière et a érodé son potentiel de croissance à long terme.

Afin d'assurer cette restructuration à la fois rapide et prudente, une autorité de surveillance indépendante et consolidée, la *Financial Supervisory Commission* (FSC) a été créée. Les banques domestiques ont commencé à nettoyer leurs bilans et à rétablir, à travers des recapitalisations, des ratios conformes à ceux requis par la BRI, de 10 à 13 %. Le gouvernement coréen a soutenu ces efforts de réhabilitation à l'aide de fonds publics, pour un montant approchant les 30 trillions de won à la fin de septembre, soit 21,6 milliards de dollars (environ 7 % du PIB). Fin 1997, sur 25 banques commerciales, 13 satisfaisaient les normes de la BRI (ratio de 8 %). Examinant les plans de réhabilitation soumis par les 12 autres banques, la FSC les a classées selon la qualité de leur plan de restructuration : elle a rejeté les plans de réhabilitation de cinq banques et agréé, sous conditions, les plans des sept autres, cet agrément étant lié à la manière dont elles se plieraient aux conditions imposées par la FSC. Aucun programme n'a été directement agréé. Le gouvernement a recapitalisé rapidement deux banques en difficulté, la Korea First Bank et la Seoul Bank, afin d'empêcher tout risque de mise en péril du système de paiement. Les cinq banques dont les plans avaient été rejetés, ont été fermées ou fusionnées avec des banques plus saines. Deux autres banques en difficulté ont annoncé leur fusion le 31 juillet. De même que les banques commerciales, un certain nombre d'institutions financières non bancaires, telles que les sociétés d'assurance et les sociétés de courtage boursier, ont été suspendues ou fermées.

La restructuration du secteur financier comporte aussi la liquidation des prêts non performants. Le gouvernement coréen a revitalisé le secteur bancaire et normalisé les flux de crédit en injectant des ressources fiscales afin de liquider les prêts non performants et de recapitaliser les banques. Il a procuré un soutien fiscal au rachat de ces prêts, à travers la *Korea Asset Management Corporation* (KAMCO), conçue sur le modèle de la *Resolution Trust Corporation* (RTC) aux États-Unis. Fin juin 1998, le montant des créances douteuses détenues par les banques coréennes était estimé à 13,6 trillions de won, d'après les statistiques de la FSC, qui est désormais le principal groupe de surveillance financière du pays ; les PNP, au sens strict, se montaient à 63,5 trillions de won. A cela, s'ajoutent 72,5 trillions de won de prêts répertoriés de manière préventive, dès qu'ils sont en arriéré de trois à six mois. Cela étant, les analystes coréens et étrangers estiment que le niveau effectif des créances douteuses est bien plus élevé qu'on ne l'avait pensé initialement, et qu'il devrait augmenter lorsque les restructurations d'entreprise s'intensifieront. Cependant, ces estimations dépendent elles-mêmes des méthodes de calcul choisies, notamment pour évaluer la capacité des sociétés en difficulté à rembourser leurs dettes ; selon certaines méthodes, toutes les créances d'une institution financière envers une société sont considérées comme douteuses dès lors que certaines lignes de crédit sont en arriéré. Cela étant, l'incertitude sur cette mesure a été limitée, depuis juillet 1998, par l'adoption

officielle d'une définition plus rigoureuse des prêts non performants, afin de mieux se plier aux normes internationales. Comme la liquidation des PNP entraîne souvent des pertes en capital pour les institutions financières, une recapitalisation est ensuite nécessaire. Par ailleurs, avec le soutien de l'Etat, les institutions financières sont en train de lever de nouveaux capitaux et de réduire leurs stocks de PNP. KAMCO mobilisera en tout 32,5 trillions de won dans ses efforts de recapitalisation, les 31,5 trillions de won restants devant être utilisés pour la protection des déposants.

Fin septembre, KAMCO avait racheté 39 trillions de won de PNP (valeur nominale) pour 17,7 trillions de won, soit une décote de 55 %. D'ici la fin du premier semestre 1999, KAMCO devrait avoir dépensé 14,8 trillions de won supplémentaires pour racheter des PNP d'une valeur comptable de 37 à 47 trillions de won. Néanmoins, KAMCO a eu des difficultés à vendre les collatéraux des créances douteuses, car très peu d'acheteurs potentiels se sont signalés en raison notamment de la déprime du marché immobilier. Afin de faciliter la liquidation des actifs, des ABS (*Asset Backed Securities*) devaient être émises à travers une institution *ad hoc* (*special purpose vehicle*). Ces ABS seraient émises après avoir reçu les biens apportés en collatéraux par les sociétés, selon une procédure particulière de titrisation incluant une garantie solide contre toute faillite : les firmes sont libérées du paiement des intérêts et du capital puisque que ceux-ci sont couverts par la gestion et la liquidation des collatéraux. Cette forme de mise en vente publique devrait faciliter l'équilibre entre offre et demande, notamment sur un marché immobilier déprimé.

Enfin, à la fin de septembre, la *Korea Deposit Insurance Corporation* (KDIC) avait procuré 20 trillions de won pour la protection des déposants. Pendant ce même mois, la KDIC a injecté 4,9 trillions de won en capitaux nouveaux pour la recapitalisation des banques et 7 trillions de won aux compagnies d'assurances. Les ressources fiscales nécessaires à ces mesures de restructuration sont mobilisées par l'émission d'obligations publiques garanties par l'Etat. Au même moment, les institutions financières qui le pouvaient se sont aussi recapitalisées volontairement, par émissions d'actions et de dette subordonnée, ainsi que par des prises de participation par des partenaires étrangers.

La réforme des entreprises

Depuis le début de la crise économique, la réforme des entreprises est devenue une priorité qui a conduit, dès la fin 1997, à une série de nouvelles initiatives. Ces réformes se sont concentrées sur l'élimination des garanties de paiement croisées, l'encouragement à une plus grande transparence comptable, le renforcement des droits des actionnaires, l'amélioration de la structure du capital et la coopération entre petites et grandes entreprises. Un autre trait majeur de la restructuration des entreprises est la réforme des *chaebols*. Les grands groupes coréens très diversifiés ont joué un rôle essentiel dans la croissance économique depuis les années soixante et, ironie de l'histoire, ont contribué également à la crise financière actuelle par le biais de paiement croisées et d'une surcharge en coûts financiers. Ainsi, la structure des *chaebols* a non seulement échoué à promouvoir une croissance économique stable, mais elle a finalement mis en péril la santé de l'économie. Sa restructuration est donc une nécessité pour le rétablis-

sement économique de la Corée où le nom de *Big Deal* a été donné au programme qui, dans les industries clés, devrait éliminer de ces groupes leurs surcapacités et éviter la duplication des investissements qui ne fait que nuire à leur compétitivité. Appuyé par l'opinion publique, le *Big Deal* semble s'être déroulé comme prévu en 1988 mais il a été attaqué par des groupes d'intérêts.

LE PLAN DE RESTRUCTURATION DES CHAEBOLS. Les cinq *chaebols* les plus importants ont déjà signé un accord de restructuration de la dette avec leurs banques créancières. Samsung, Daewoo, LG, Hyundai et SK, dont les exportations combinées comptent pour 50 % du total des exportations du pays, se sont accordés pour réduire de moitié le nombre de leur filiales et pour se concentrer sur leurs compétences de base. Le TABLEAU A2 (en annexe) résume les accords signés avec le *Financial Restructuring Committee* (FRC).

Un des éléments clé des accords a été l'échange d'actifs entre Daewoo Electronics et Samsung Motors. Désormais, le premier se spécialisera dans l'automobile et le second dans l'électronique. Un comité de cinq membres, comprenant des responsables appartenant au comité de restructuration des entreprises (pilote par les banques) et une société d'expertise comptable choisie par les banques, décidera notamment des prix de cet échange et dressera un plan détaillé de mise en œuvre. L'accord encourage également la recherche de plus de transparence, de responsabilité et de concurrence. La réduction de l'endettement des entreprises et la mise au niveau international des normes comptables sont également une priorité. Les mesures spécifiques comprennent une amélioration des normes comptables et d'audit, un meilleur gouvernement d'entreprises, des règles plus restrictives de classification, des limites au financement par recours aux marchés obligataires et l'élimination progressive des garanties de paiement croisées.

Les *chaebols* ont actuellement des dettes cumulées de 130 milliards de dollars et un ratio d'endettement de 370 à 570 % (par rapport aux fonds propres) qu'ils doivent ramener en dessous de 200 % d'ici la fin de 1999 ; ils se sont accordés pour complètement supprimer les garanties de paiement croisées d'ici la fin mars 2000. Celles-ci se montent actuellement à 19 300 milliards de won, dont 15 000 milliards de won entre des établissements appartenant à des industries différentes. Leur élimination sera réalisée par les institutions financières créancières et les cinq plus grands *chaebols* d'ici la fin de 1998. Toutes nouvelles garanties de paiement croisées seront exclues. Pour garantir les progrès réalisés dans cette voie, les cinq *chaebols* devront soumettre des états financiers consolidés à partir de l'année fiscale 1999. Le contrôle de gestion sera transféré à un conseil d'administration, doté d'une autorité adéquate par le recours à des administrateurs extérieurs et à des auditeurs indépendants.

Ce plan de restructuration s'est précisé et affiné au cours du second semestre de 1998. S'il est mis en œuvre avec succès, les *chaebols* seront bien plus compétitifs, avec une production de qualité, une surveillance améliorée, plus de transparence et de responsabilité. D'ici là, il faudra déterminer exactement quels sont les établissements non viables d'un point de vue financier, alors que les bilans et états financiers antérieurs ne permettent pas une évaluation objective de la rentabilité des diverses filiales, du fait de la pratique des subventions et des garanties

d'un établissement à l'autre. Le FSC a fait, et continue de faire, pression sur les *chaebols* pour accélérer l'effort de restructuration avant que les problèmes ne s'aggravent. Des résultats favorables ont été obtenus dans le rétablissement de la confiance, comme en témoigne l'amélioration récente des notations par S&P et Moody's. Par contre, on peut émettre des réserves quant à la pratique adoptée de réévaluation comptable des fonds propres : elle laisse envisager que des firmes puissent abaisser leur taux d'endettement sans restructuration sérieuse de leur bilan (vente des unités marginales et réduction des capacités redondantes) en recourant simplement à une réévaluation des actifs plus ou moins justifiée par un environnement économique plus favorable.

LE PROGRAMME DE SOUTIEN AU PME. Les restructurations ont été étendues aux petites et moyennes entreprises (PME) : les banques créancières ont évalué l'état financier d'environ 22 000 PME ayant des dettes non recouvrées d'un milliard de won ou plus, et ont classé 13 000 d'entre elles comme viables. Ces banques ont déjà déterminé des programmes de restructuration financière pour plus de 11 800 de ces PME viables qui devaient être achevés d'ici la fin de 1998.

La réforme du marché du travail

Avant la crise, le droit du travail coréen rendait difficile tant les licenciements que le transfert des travailleurs d'une entreprise à l'autre. Un objectif majeur de la réforme du marché du travail est de renforcer la flexibilité, considérée comme essentielle pour préserver la stabilité économique face à des chocs extérieurs et intérieurs. Ainsi la révision du *Labor Standard Act* (LSA) en février, a facilité les licenciements et la restructuration des sociétés. La grève chez Hyundai Motor Co. en août 1998 a été un premier test de cette nouvelle loi, appliquée dans une grande entreprise industrielle. Quoique dans ce cas précis, l'ajustement de l'emploi n'ait pas été aussi facile qu'espéré, il a marqué une rupture majeure avec la pratique habituelle de l'emploi à vie. En dépit de grèves prolongées et de négociations difficiles, Hyundai a pu procéder à l'ajustement requis par le recours aux licenciements, aux congés sans solde et aux départs en préretraite.

Des progrès sont encore nécessaires pour améliorer les relations sociales dans l'entreprise ainsi que la culture d'entreprise. C'est pour cette raison qu'une commission tripartite a étudié l'accord récemment conclu chez Hyundai afin de dégager des pistes pour améliorer les relations sociales dans l'industrie. Parallèlement le gouvernement coréen entend continuer d'œuvrer dans la direction d'une plus grande flexibilité du marché du travail en appliquant strictement les lois, tant sur les grèves illégales, que sur la protection des salariés. Ainsi, il a déjà engagé une action ferme contre les grèves illégales chez Mando Machinery, un des plus grands constructeurs coréens de pièces automobiles. Rappelons aussi que neuf grandes banques et leurs syndicats ont conclu pacifiquement, à l'automne 1998, un accord de réduction de 32 % de la main-d'œuvre.

Les licenciements massifs inquiètent les travailleurs parce que le gouvernement n'a que récemment commencé à développer le filet de protection sociale pour les travailleurs licenciés. Le gouvernement a mis en place un fond d'assurance chômage et mis de côté 8 trillions de won pour le financer. Les mesures

adoptées comprennent aussi un système qui rapproche les demandeurs d'emploi des employeurs potentiels, des programmes de formation professionnelle, des dispositifs de préretraite et d'annualisation du temps de travail, des réductions de la durée du travail. Quand les allocations chômage auront atteint un niveau adéquat au regard de l'augmentation récente de la demande, les conflits du travail devraient s'atténuer.

Parmi les décisions prises plus tôt pour enrayer la montée du chômage, les baisses de salaire pourraient s'avérer une alternative efficace aux licenciements. D'après notre analyse, une baisse de 10 % du salaire pourrait sauvegarder 150 000 emplois, (soit 0,7 point de pourcentage en moins de taux de chômage). L'efficacité des baisses de salaire reste néanmoins limitée parce que toute diminution de la demande intérieure met en danger la croissance potentielle de l'économie coréenne. Toutefois les autorités ont associé au *policy mix* expansionniste, adopté en cours d'année, une réduction des salaires ainsi que diverses réformes d'ordre microéconomique appliquées au marché du travail.

D'après les résultats de nos simulations, fondées sur un modèle macroéconomique trimestriel, une augmentation de 5 % des dépenses gouvernementales pendant un an, conduit à une augmentation moyenne de la production de 0,74 % par an pendant les trois années suivantes. Une telle hausse des dépenses aurait pour effet de diminuer le chômage de 0,6 %, en moyenne, par an, pendant trois ans, soit 160 000 travailleurs. Des résultats similaires sont obtenus en étudiant les effets d'une politique monétaire expansionniste ; un accroissement de 5 % de l'offre de monnaie conduit à une progression de 0,3 % de la production et à une baisse de 0,09 % du chômage pendant trois ans.

Le partage du travail et les fermetures temporaires de lignes de production relèvent des mesures microéconomiques prises pour lutter contre le chômage. De façon spécifique, une aide comprise entre 1/30 et 1/20 de la rémunération totale a été apportée, pour une durée pouvant aller jusqu'à six mois, aux employés qui acceptent de réduire leurs heures de travail de plus de 10 %. De façon similaire, la ré-allocation de la main-d'œuvre et la formation continue sont encouragées par l'octroi de subventions. Jusqu'à présent les réponses à la montée du chômage consistaient surtout à procurer des emplois temporaires par le biais des travaux publics auxquels contribuaient aussi les collectivités locales. Des doutes ayant été émis sur l'efficacité de telles dépenses, des initiatives plus sérieuses ont été prises pour favoriser la création d'entreprises, surtout à travers des opérations montées conjointement avec des entreprises étrangères.

La libéralisation du compte de capital

Après que la Corée ait fait appel au FMI, en novembre 1997, le pays a accéléré la libéralisation de son compte de capital, qui n'avait été engagée jusque là qu'au coup par coup. Le plafond sur les investissements étrangers, après avoir été relevé de 26 % à 55 % en décembre 1997, a été aboli en mai 1998. Les marchés des obligations d'Etat et d'entreprises, ainsi que le marché monétaire, ont été complètement ouverts aux investisseurs étrangers. Depuis mars 1998, les institutions financières étrangères ont été autorisées à établir des filiales bancaires et des sociétés financières en Corée, et à monter des banques en *joint-venture*. Dans les

pays en crise comme la Corée, de telles mesures de libéralisation visent à attirer plus de capitaux étrangers, bien que certains observateurs s'inquiètent des répercussions qu'auraient des afflux excessifs de capitaux sur la stabilité macroéconomique, crainte renforcée par la remontée récente des *ratings* de S&P.

Pour accroître la confiance des investisseurs étrangers, le système de mesure des réserves de change a été modifié afin de refléter le statut actuel des réserves disponibles. Ces chiffres sont désormais annoncés deux fois par mois, le montant de la dette extérieure étant mis à jour chaque mois. Le gouvernement prévoit aussi de réformer entièrement le cadre légal dans lequel est conduite la politique de change et est appliquée la réglementation en faveur de l'investissement direct. Là aussi, certains observateurs redoutent que le rythme rapide de la libéralisation soit source de perturbations sur des marchés financiers mal préparés à des entrées accrues de capitaux.

L a gestion de l'après-crise

Les tendances économiques récentes

Depuis la fin de 1997, la Corée a adopté de profondes mesures de réforme afin d'affermir sa compétitivité internationale et de stabiliser son économie. Après avoir traversé la crise la plus grave qu'elle ait jamais connue, l'économie coréenne a montré des signes d'une lente reprise à partir du quatrième trimestre 1998 (GRAPHIQUE 3). Ces signes de stabilité ont entraîné immédiatement des afflux de capitaux et un énorme excédent du compte courant qui s'est monté à près de 40 milliards de dollars en 1998. Les réserves de change disponibles, qui n'étaient que de 8,9 milliards de dollars à la fin de 1997, ont atteint 45,2 milliards de dollars à la fin octobre 1998.

Les taux d'intérêt du marché ont chuté, autour de 8 % fin 1998, soit leur niveau le plus bas depuis les années soixante, évolution qui a été suivie par celle des taux sur les émissions privées. Néanmoins, les institutions financières hésitent à accorder des prêts, en raison de la restructuration en cours du secteur financier et des niveaux plus rigoureux de normes de capitalisation que celle-ci leur impose. Malgré les signes encourageants donnés par de nombreux indicateurs macroéconomiques, le rythme actuel de la reprise est en dessous du sentier de croissance potentielle correspondant à un rétablissement complet ; par ailleurs, on peut craindre que la croissance faible de la demande internationale adressée à la Corée pèse sur le rythme de la reprise en 1999.

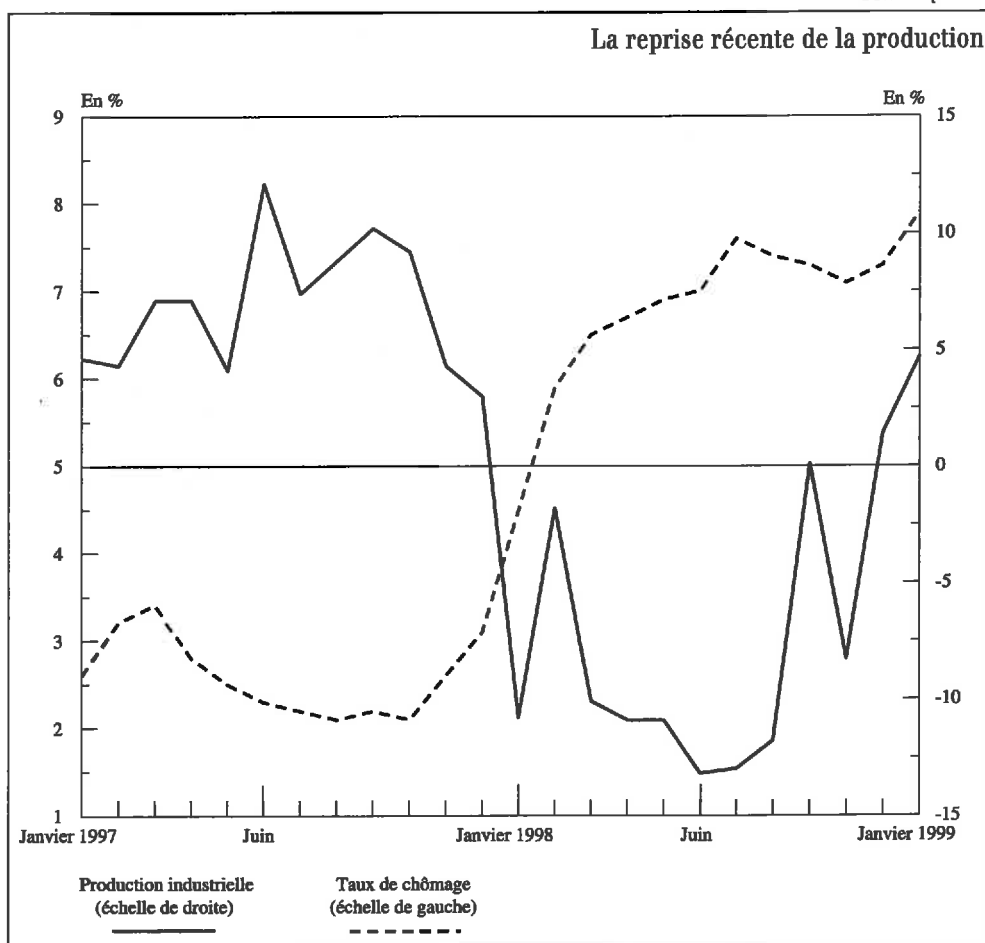
Des questions non résolues

Etant donné la diversité des causes de la crise en Corée, différentes mesures ont été prises pour éviter un nouvel épisode de ce type : un système de change flexible, des réformes structurelles, une politique macroéconomique adaptée à des changements structurels rapides. Comme le montrent le desserrement du crédit, les niveaux plus bas des taux d'intérêt et l'augmentation de la production industrielle, l'économie coréenne est clairement en voie de guérison. Mais pour

maintenir ce processus et atteindre une croissance soutenue, il est nécessaire de mettre en œuvre plus rapidement et plus profondément des réformes structurelles, malgré les difficultés encourues à court terme. Un défi pour la politique gouvernementale est de parvenir à minimiser les effets secondaires des ajustements sans compromettre l'élan des réformes structurelles.

Parmi les problèmes non résolus, le partage du fardeau de la crise demande beaucoup d'attention, les classes moyennes et ouvrières ayant plus souffert de l'accroissement du chômage et de la baisse des salaires réels que les catégories à haut niveau de revenu qui bénéficient des taux d'intérêt élevés sur leur épargne et d'opportunités d'investissement ouvertes seulement à un petit nombre. Les petites entreprises supportent également une part excessive du fardeau : l'indice de l'activité industrielle dans les PME a diminué de 20 % au premier semestre 1998 et de 35 % au troisième trimestre, alors que la production industrielle totale diminuait seulement de 8,1 % pendant cette même période ; la crise est donc en train de causer des dommages irréparables dans le tissu de PME ce qui pourrait contribuer à renforcer les grands conglomérats.

GRAPHIQUE 3



Source : National Statistical Office.

Cela étant, il est clair que la reprise économique coréenne dépend de la bonne santé de ses six industries majeures : la construction navale, les semi-conducteurs, la chimie, l'automobile et l'électronique, qui sont pour la plupart dans les mains des *chaebols*. Etant donné que les processus de décision inadaptés en vigueur dans ces conglomérats ont joué un rôle clef dans la crise, des précautions doivent être prises pour que les mesures de redressement ne conduisent pas à créer un nouveau système fragile qui risquerait d'engendrer une autre crise. La Corée doit aussi s'attaquer à son sérieux problème de surendettement : à terme, l'insolvabilité ne pourra être évitée que si la base industrielle est pleinement restaurée, ceci allant de pair avec un système efficace de contrôle des sociétés. La stabilisation de la dette n'implique pas uniquement de s'en remettre aux mécanismes du marché, mais demande aussi de mettre en œuvre les réformes des règles du jeu économique, allant bien au-delà des échanges commerciaux entre les *chaebols*.

Au regard des pièges que pourrait réserver l'avenir, tels que des bulles d'actifs, des disparités croissantes dans l'échelle des revenus et une incertitude accrue engendrée par la libéralisation du marché des capitaux, l'accent est mis sur la stabilité économique : celle-ci doit être atteinte au moyen de divers dispositifs microéconomiques et d'un *policy mix* expansionniste, dont on a cherché à améliorer l'efficacité, notamment sur le plan de la politique monétaire. En particulier, une politique efficace de lutte contre le chômage doit comprendre une relance de la demande de travail, pour profiter de l'amélioration de la productivité du travail et de la baisse des salaires réels, ce qui pourrait grandement améliorer la compétitivité. Le marché de l'emploi ne doit pas se détériorer jusqu'au point où les tensions sociales mettraient en péril le processus entier des réformes.

Un an après la crise de change de 1997, les autorités tentent de relever le défi difficile qui consiste à soutenir un taux de change qui protège l'industrie exportatrice, tout en luttant contre les entrées accrues de capitaux à court terme qui ne font qu'ajouter aux pressions à la hausse sur le won. C'est pourquoi l'effort actuel du gouvernement pour redresser l'économie doit être complété par une politique industrielle de long terme visant à atténuer ce déséquilibre grandissant et à procurer une base plus solide à la croissance future. La gestion de l'après-crise ne demande pas que des mesures curatives de court terme, mais nécessite aussi une stratégie de croissance à long terme, qui devrait surmonter quelques uns des problèmes fondamentaux de l'économie coréenne.

G. C.

ANNEXE

TABLEAU A1

		Accords conclus entre la Corée et le FMI					
		Accord préalable (8.01.1998)	1 ^{er} accord (17.02.1998)	2 ^e accord (22.05.1998)	3 ^e accord (28.07.1998)	4 ^e accord (18.11.1998)	5 ^e accord (2.02.1999)
Indicateurs macroéco- nomiques	Taux de croissance	1 à 2%	1%	-1%	-4%	Croissance positive	2%
	Indice de prix	9%	Environ 9%	Un chiffre	9%	5%	Environ 3%
	Compte courant	+	8 milliards de dollars	21 à 23 milliards de dollars	33 à 35 milliards de dollars	20 milliards de dollars	Maintien d'un surplus important
	Déficit budgétaire (rapporté au PIB)	-	3,8 trillions de won (-0,8%)	7,8 trillions de won (1,2%, max. -1,75%)	71,5 trillions de won (-4,%)	-5,0%	-5,0%
	Taux de chômage	Moins de 5%	Moins de 6%	Environ 6%	Environ 6%	-	-
	Offre de monnaie	Base monétaire (annuel)		24 trillions de won (15,7%, 2/4T)	25 trillions de won (14,2%, 3/4T)	25 trillions de won (13,9%, 4/4T)	Pas de plafond particulier
Réserves de change disponibles			30 milliards de dollars	34 milliards de dollars	410 milliards de dollars	Continuer à les augmenter	Continuer à les augmenter
Taux d'intérêt		Taux d'intérêt élevé	Baisse progressive et prudente	Baisse continue	Ajustement flexible	Maintien de taux d'intérêt bas	Maintien de taux d'intérêt bas

Source : Ministère des Finances et de l'Economie (Séoul).

TABLEAU A2

Programme de réforme des *chaebols*

Objectifs	Mesures	Echéance
	Adoption d'états financiers consolidés	Année fiscale 1999
Améliorer la transparence	Suivi des principes comptables internationaux	Octobre 1999
	Droit de vote accrus pour les actionnaires minoritaires	Mai 1999
	Nomination obligatoire d'administrateurs extérieurs	Février 1999
	Mise en place d'un comité d'audit extérieur	Février 1999
Mettre fin aux garanties de paiement croisées	Fin des garanties de paiement croisées existantes	Mars 2000
	Pas de nouvelles garanties entre filiales	Avril 1998
	Pas de demande de garantie de dette croisée auprès des institutions financières	Avril 1998
Améliorer la structure financière	Accord avec les banques pour améliorer la structure du capital	Avril 1998
	Retrait des restrictions sur l'injection de capitaux	Février 1998
	Exclusion des déductions d'impôts sur les intérêts versés sur les emprunts excessifs	Année fiscale 2000
	Introduction de titres gagés sur actifs	Septembre 1998
Rationaliser les activités des sociétés	Adoption du système de <i>corporate-split</i>	Juin 1998
	Amélioration des procédures de fusions & acquisitions	Juin 1998
	Libéralisation de la propriété étrangère dans l'immobilier	Juin 1998
	Libéralisation complète des fusions & acquisitions	Mai 1998
	Rationalisation des procédures de faillite	Février 1998
Accroître les responsabilités	Renforcement de la responsabilité des propriétaires ayant le contrôle	Juin 1998
	Octroi de droits de vote aux investisseurs institutionnels	Septembre 1998
	Introduction d'un système de votes cumulatifs	Décembre 1998

Source : Korea Institute of Finance.

RÉFÉRENCES

- Calvo G. A. & E. G. Mendoza (1996), "Mexico's Balance-of-Payments Crisis: a Chronicle of a Death Foretold", *Journal of International Economics* 41, pp.235-264.
- Calvo S. & C. M. Reinhart (1996), "Capital Flows to Latin America: Is there Evidence of Contagion Effects?" in *Private Capital Flows to Emerging Markets After the Mexican Crisis*, G. A. Calvo, M. Goldstein et E. Hochreiter (eds.), pp.151-171, Institute for International Economics, Washington DC.
- Choi G. (1998), "Current Issues and Policy Responses", *Economic Outlook*, Series 98-1, Korea Institute of Finance (In Korean).
- Choi G. (1997), "Recent Trends in Foreign Exchange Market and Outlook for 1998", *Economic Outlook*, Series 97-1, Korea Institute of Finance (In Korean).
- Cole H. & T. J. Kehoe (1996), *Self-Fulfilling Debt Crisis*, Staff Report 210, Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- Dornbusch R., I. Goldfajn & R. Valdes (1995), "Currency Crises and Collapses", *Brookings Papers on Economic Activity* 2, pp. 219-293, The Brookings Institution, Washington DC.
- Edwards S. (1989), *Real Exchange Rates, Devaluation, and Adjustment: Exchange Rate Policy in Developing Countries*, MIT Press.
- Eichengreen B., A. Rose & C. Wyplosz (1995), "Exchange Market Mayhem: the Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks", *Economic Policy*, Vol. 21, octobre, pp. 249-312.
- _____ (1996), *Contagious Currency Crises*, NBER Working Paper No. 5681, juillet.
- Frankel J. & A. Rose (1996), *Currency Crashes in Emerging Markets: an Empirical Treatment*, International Finance Discussion Paper No. 534, janvier, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington DC.
- Kaminsky G., S. Lizondo & C. M. Reinhart (1997), *Leading Indicators of Currency Crises*, IMF Working Paper 97/79, FMI, Washington DC.
- Kaminsky G. & C. M. Reinhart (1996), *The Twin Crisis: the Causes of Banking and Balance-of-Payments Crisis*, International Finance Discussion Paper No. 544, mars, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington DC.
- Krugman P. (1979), "A Model of Balance-of-Payments Crises", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 11, pp.311-325.
- Obstfeld M. (1994), *The Logic of Currency Crises*, NBER Working Paper N° 4640, février.
- Park W.-A. & G. Choi (1998), *Predicting Financial Crisis using the Signals Approach*, Meeting of the Korean Econometric Society.
- Radelet S. & J. Sachs (1998), *The Onset of the East Asian Financial Crisis*, Harvard Institute for International Development, mars.
- Rose A. (1998), *Constructing and Using an Early Warning System: Methodology and an Application to Korea*, mimeo.
- Sachs J., A. Tornell & A. Velasco (1996a), "The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold", *Journal of International Economics*, 41, pp.265-283.
- _____ (1996b), "Financial Crises in Emerging Markets: the Lessons from 1995", *Brookings Papers on Economic Activity* 1, pp.147-198, The Brookings Institution, Washington DC.

