



Contre-jour

# Les *chaebol* faux coupables

---

par François Dubois

La crise actuelle de l'économie coréenne est souvent interprétée comme la crise d'un modèle de gestion : celui des *chaebol* et de leurs relations troubles avec l'État sud-coréen, qui aurait conduit à un surendettement et à un surinvestissement chroniques, faute d'une attention suffisante aux critères habituels de saine gestion que sont la rentabilité et le risque. Certains auteurs vont jusqu'à évoquer l'épuisement d'un modèle de développement en Corée du Sud, voire en Asie de l'Est en général. L'intervention du FMI apparaît alors comme la sanction des événements passés, et l'outil d'une remise en cause d'un modèle micro-économique devenu obsolète.

Cet article s'inscrit largement en faux contre une telle analyse. Il essaie notamment de montrer la fragilité des thèses relatives au surendettement et au surinvestissement coréens.

---

## Un surendettement irrationnel ?

La thèse du « surendettement » des grandes entreprises coréennes est généralement admise : les ratios de dette sur fonds propres très élevés – de l'ordre de 500 % en moyenne pour les *chaebol* – paraissent le symptôme d'une gestion hasardeuse. Ils semblent n'avoir pu s'établir que grâce à l'opacité des règles comptables des entreprises coréennes et à l'incurie de leurs dirigeants. En outre, la gestion de la dette extérieure apparaît rétrospectivement comme inutilement risquée : en s'endettant en dollars à court terme et en plaçant cette épargne extérieure sur les marchés asiatiques, souvent à long terme, sans même se couvrir, les *chaebol* ont accru leur fragilité financière.

Mais alors, c'est moins la violence de la crise financière de décembre 1997 qui devrait surprendre que son caractère tardif. D'où les critiques adressées aux marchés financiers et aux agences de cotation : comment comprendre ces attermoissements, puis ces revirements brutaux des marchés, devant le spectacle de tant d'erreurs ? Ce paradoxe tient peut-être au fait que la thèse de la mauvaise gestion est inexacte. En fait, la gestion financière passée des *chaebol* est moins hasardeuse qu'il n'y paraît<sup>1</sup>.

D'une part, la notion de « surendettement » a des fondements théoriques fragiles. Le théorème de Modigliani-Miller et ses prolongements théoriques

suggèrent qu'il est très difficile de définir un ratio de dette sur fonds propres « optimal » tant sur un marché financier parfaitement concurrentiel que sur des marchés imparfaits, plus proches de la réalité. D'autre part, on peut estimer que la stratégie d'endettement des *chaebol* est longtemps demeurée rationnelle. La capacité de remboursement d'une firme dépend en effet, en première approximation, de la relation entre taux d'intérêt et croissance : la dette (exprimée en pourcentage de la valeur ajoutée) croît, toutes choses égales par ailleurs, à un rythme qui est égal à la différence entre le taux d'intérêt de ses emprunts et le taux de croissance de sa valeur ajoutée. Elle converge vers une limite finie lorsque ce taux d'intérêt est inférieur à ce taux de croissance ; et elle diverge vers une limite infinie – on dit qu'elle est explosive – dans le cas contraire. Or, jusqu'en 1996, la Corée est dans la première configuration : les *chaebol*, en particulier, empruntent à des taux réels très faibles tandis que leur croissance est très rapide.

Dans ce contexte, une stratégie d'endettement apparaît rationnelle. Elle ne présente pas de risque inconsidéré puisqu'une telle dette n'est pas explosive. Et l'endettement apparaît rentable : en empruntant pour rembourser, les firmes coréennes augmentent leurs profits. Ajoutons que, pour un bénéfice net global donné, le taux de rendement du capital investi en actions est proportionnel au ratio de dette sur fonds propres. En maximisant ce dernier, les *chaebol* maximisent le bénéfice de leurs actionnaires au prix, il est vrai, d'un accroissement du risque encouru. Contrairement à l'opinion courante, la stratégie des *chaebol* n'était donc pas uniquement destinée à satisfaire la « mégalomanie » de leurs dirigeants : elle visait aussi à accroître la rémunération de leurs actionnaires.

Enfin, ce qui est vrai au plan micro-économique l'est aussi, *mutatis mutandis*, au plan macro-économique. La soutenabilité de la dette extérieure globale de la Corée n'était pas douteuse, au moins jusqu'en 1996. Comme pour les entreprises, la dette extérieure d'une nation (exprimée en pourcentage de ses exportations) tend en effet automatiquement vers une limite finie dès que le taux d'intérêt des emprunts extérieurs est inférieur au taux de croissance des exportations, ce qui était clairement le cas : la dette coréenne n'était pas explosive.

En outre, un calcul sommaire permet de montrer que la dette extérieure de la Corée avait de grandes chances de converger, toutes choses égales par ailleurs et avec un déficit courant (hors service de la dette extérieure) constant, vers un niveau raisonnable (inférieur à 200 % des exportations, dans l'hypothèse où tous les paramètres qui influent sur la dette demeuraient constants et égaux à ceux de 1996 : or justement cette année pouvait apparaître comme exceptionnellement médiocre par comparaison avec les brillantes performances du pays depuis les années soixante).

Ainsi la stratégie des *chaebol* était soutenable et rationnelle dans une large mesure, avant 1997. Elle devient dangereuse, en revanche, à partir de cette date, dès que les taux de croissance descendent nettement au-dessous des taux d'intérêt des emprunts

contractés aussi bien à l'intérieur qu'à l'extérieur. La volatilité des marchés n'est donc pas fortuite : elle reflète la sensibilité des calculs de profitabilité et de soutenabilité de la dette aux hypothèses relatives au taux de croissance et au taux d'intérêt.

Il est probable, en revanche, que l'opacité des comptes des *chaebol* explique leur propension à l'endettement, de préférence à l'émission d'obligations ou d'actions. Un marché financier ne peut fonctionner correctement que dans des conditions minimales de transparence et de symétrie de l'information entre créanciers et débiteurs : dans le cas contraire, des problèmes de « sélection adverse » et d'« aléa moral » en perturbent le fonctionnement<sup>2</sup>. Or ces conditions minimales ne sont pas réunies en Corée. Et il est possible que cette préférence pour l'endettement bancaire ait contribué à la vulnérabilité des firmes coréennes : la dette bancaire est, par construction, moins liquide qu'une dette de marché ; en situation de crise, elle est moins aisément négociable que cette dernière. Tout l'objet des réformes en cours depuis l'arrivée du président Kim Dae-Jung – qui reprennent au reste largement les mesures déjà préconisées par le président Kim Young-Sam pour l'entrée de la Corée à l'OCDE – est précisément de susciter cette transparence qui permettra le développement d'un marché financier efficient en Corée.

En tout état de cause, la question du surendettement de la Corée conduit naturellement à s'interroger sur la nature des investissements réalisés grâce à cette dette. La capacité de remboursement d'une nation – et donc la gravité de l'endettement contracté – dépend en effet de façon cruciale de la rentabilité des investissements qu'elle entreprend. Y a-t-il eu gaspillage des fonds empruntés par la Corée, comme ce fut largement le cas en Amérique latine au cours des années soixante-dix ?

---

### Un surinvestissement chronique ?

Depuis la diffusion sur le réseau Internet de l'article de Paul Krugman « What happened to Asia ? » en janvier 1998, l'idée s'est répandue que le surinvestissement asiatique – et notamment coréen – est lié à un problème d'« aléa moral » : bénéficiant d'une garantie implicite du gouvernement, les *chaebol* se seraient livrés à une course aux parts de marché, sans souci de rentabilité ni de risque. La crise serait, en quelque sorte, une reproduction de la débâcle des caisses d'épargne américaines au milieu des années quatre-vingt. Cette analyse est séduisante à maints égards. Les liens incestueux entre *chaebol*, gouvernement et partis politiques sont indubitables. L'expansion incontrôlée des principaux *chaebol* est visible en Corée. Et le dogme de leur infaillibilité y a longtemps prévalu, du fait du soutien du gouvernement. Cette thèse présente toutefois plusieurs faiblesses.

En premier lieu, la notion de surinvestissement est aussi fragile d'un point de vue théorique que celle de surendettement. Il est aisé d'imputer une chute brutale

de la croissance et de l'investissement à un mécanisme de correction par rapport à une phase initiale de surinvestissement. Il est plus difficile de démontrer la pertinence d'une telle explication et d'éviter le piège d'un raisonnement tautologique.

Remarquons tout d'abord qu'on ne décèle avant la crise aucun des effets habituels du surinvestissement. La part de l'investissement dans le PIB n'augmente pas dans les années quatre-vingt-dix. Les taux d'intérêt sont assez stables de 1993 à 1996 : ils demeurent au voisinage de 12 % pour le marché monétaire ; ils baissent légèrement à 11 % pour le marché obligataire. Les prix sont également peu affectés : l'inflation des prix à la consommation baisse, passant de plus de 6 % en 1993 à moins de 5 % en 1996 ; la hausse des prix à la production oscille entre 2 et 3 % seulement de 1994 à 1996. La tension sur les capacités de production apparaît donc modeste.

Maints observateurs ont certes remarqué la médiocrité relative des bénéfices nets des entreprises coréennes par rapport à leurs rivales occidentales et y ont vu un signe de ce surinvestissement. Mais on peut, *a contrario*, y voir un signe du sous-investissement occidental, lui-même lié à la faiblesse de l'épargne en Occident. Il est naturel, en effet, qu'une épargne abondante conduise à un investissement substantiel ; et que les investisseurs soient moins exigeants en termes de rentabilité dans un contexte d'abondance de l'épargne que dans un contexte de pénurie.

On pourrait certes rétorquer que cette abondance d'épargne est anormale dans un pays comme la Corée et qu'elle résulte elle-même de dysfonctionnements du marché liés à l'intervention de l'État : l'État serait à l'origine d'une épargne forcée mal utilisée. Cette thèse est fragile. La capacité de l'État à augmenter le taux d'épargne global d'une nation n'a jamais été démontrée : la plupart des études empiriques inclinent plutôt au scepticisme à cet égard. Et l'on peut aisément inverser le raisonnement, et s'inquiéter de la pénurie d'épargne en Europe ou aux États-Unis. On peut en particulier estimer que l'abondante épargne coréenne reflète la forte croissance économique du pays depuis les années soixante : la plupart des études économétriques tendent en effet à conclure que le taux d'épargne n'est pas une variable exogène ; certaines études concluent même qu'il serait « causé » – au sens de Granger – par la croissance du PIB. Si tel est bien le cas, loin d'être anormale, l'abondance de l'épargne serait un signe de vitalité.

En second lieu, l'idée même d'une faiblesse des gains de productivité du capital en Asie de l'Est, idée popularisée, elle aussi, par Paul Krugman et qui accrédite la thèse du surinvestissement, demeure sujette à caution. Il est très malaisé, en pratique, de distinguer entre productivité du capital et productivité du travail. Et, quant à la productivité globale des facteurs, elle est, par construction, inférieure en Corée à ce qu'elle est en Europe ou aux États-Unis : dans le cas contraire, les Coréens seraient plus riches que les Européens ou les Américains.

Il est certes exact que l'on constate une décrue des gains de productivité des facteurs et de productivité du capital en Corée au cours des années quatre-vingt-dix.

Cette décrue pourrait être un signe de surinvestissement. Mais une interprétation plus simple est aussi possible : à mesure que l'économie coréenne se rapproche des normes occidentales, il est naturel d'observer une réduction de ses gains de productivité, qui viennent s'aligner sur ceux observés en Occident. Dans le cas contraire, en effet, la Corée dépasserait rapidement le revenu par habitant observé aux États-Unis ou en Europe. Or cela apparaît improbable, même si l'on ne peut exclure une telle hypothèse.

En outre, si les gains de productivité et la rentabilité des firmes coréennes étaient si faibles, comment expliquer l'engouement croissant des créanciers internationaux pour l'Asie de l'Est en général et la Corée en particulier depuis les années soixante, et notamment au début des années quatre-vingt-dix ? Il est probable que la productivité du capital est demeurée supérieure en Corée à ce qu'elle était aux États-Unis ou en Europe, conformément à la théorie classique des avantages comparatifs, jusqu'à la crise actuelle. Les créanciers extérieurs ont, au reste, bénéficié de cette forte rentabilité jusqu'à ce que la crise survienne.

---

### Un diagnostic erroné

On ne peut donc imputer la crise actuelle, tout au moins à titre principal, à une contre-performance des firmes coréennes. Les travers des *chaebol* sont indéniables et leurs imprudences aussi, mais l'ampleur et la brutalité de la crise paraissent disproportionnées. Si l'épuisement du modèle micro-économique coréen était le problème majeur, on aurait dû observer un lent ralentissement de la croissance et des gains de productivité au cours des années quatre-vingt-dix, et non une récession brutale. Certes, le ralentissement des exportations en 1996 et la dégradation des termes de l'échange en 1995 et 1996 pouvaient préfigurer une telle évolution. Mais il est malaisé de tirer des enseignements d'une période aussi courte. D'autant que ces deux évolutions n'avaient pas lieu d'inquiéter : elles commençaient à se résorber en 1997, année où l'on observe à nouveau une forte poussée des exportations en volume.

Il est d'ailleurs difficile d'imputer la crise en Asie à l'épuisement du modèle micro-économique asiatique pour une raison simple : un tel modèle n'existe pas. Le mode de gestion des firmes thaïlandaises est aussi éloigné de celui des firmes coréennes, singapouriennes ou japonaises que de celui des firmes américaines ou européennes. Que tous ces modèles trouvent leurs limites simultanément, provoquant la crise actuelle, n'est guère plausible.

Cette crise paraît donc moins structurelle et micro-économique que conjoncturelle et macro-économique. Elle tient, dans une large mesure, à ce que les autorités monétaires coréennes n'ont pas compris à temps la signification de l'insertion de la Corée dans un marché financier international ouvert. En libéralisant

graduellement le marché financier et en autorisant les firmes coréennes à s'endetter massivement à court terme en dollars, tout en prétendant maintenir l'ancrage du won au dollar, elles se sont heurtées à un problème qui n'est pas sans rappeler celui que les autorités européennes ont connu en 1992 et 1993 : elles ont en effet offert des possibilités d'arbitrage sans risque, puis, dans un second temps, de spéculation unilatérale, aux opérateurs financiers nippons, occidentaux et coréens, qui les ont copieusement utilisées dès que le marché est devenu moins favorable à l'Asie de l'Est. Ces possibilités ont trois causes structurelles.

D'une part, le coût très faible de la conversion du won en dollar sur un marché ouvert et avec une politique d'ancrage au dollar fait qu'une légère baisse du rendement attendu d'un actif libellé en wons par rapport à un actif libellé en dollars se traduit par un effondrement de la demande de wons. Cela explique la volatilité des capitaux flottants et du taux de change et démontre l'intérêt qu'il y a à recourir à des investissements directs plutôt qu'à des capitaux courts pour financer l'investissement national de manière stable.

D'autre part, l'augmentation de taux d'intérêt nécessaire pour dédommager les investisseurs internationaux d'une dépréciation attendue du won est sans commune mesure avec cette dernière. Cela explique le manque de crédibilité d'une banque centrale qui prétend maintenir une parité fixe par rapport au dollar dans un marché ouvert : les opérateurs connaissant par avance le sens de l'évolution éventuelle du change et ayant beaucoup à perdre ou à gagner si cette évolution a bien lieu, très peu si tel n'est pas le cas, sont fortement incités à se couvrir ou à spéculer contre la monnaie considérée ; et le coût du resserrement de politique monétaire nécessaire pour enrayer la chute de la monnaie est si élevé qu'il ne peut guère être utilisé qu'à très court terme.

Enfin, la part des placements en Asie dans les portefeuilles occidentaux d'actions ou d'obligations est faible, ces dernières étant peu diversifiées au plan international : une légère modification de la structure de ces portefeuilles a donc des effets modiques pour ces investisseurs mais substantiels, en revanche, pour les pays asiatiques concernés. Cela concourt encore à affaiblir les États et les banques centrales asiatiques face aux opérateurs financiers privés.

**L**a crise actuelle ne paraît donc ni nouvelle, ni spécifiquement imputable aux carences du modèle économique coréen. Elle est le fruit d'une gestion risquée, mais très profitable et nullement irrationnelle, aussi bien des *chaebol* que de leurs créanciers coréens et étrangers. Les uns et les autres ont ainsi bénéficié des forts rendements atteints, avant que la vieille loi financière qui veut que des rendements élevés ne puissent s'obtenir qu'au prix de risques élevés ne montre une fois de plus sa pertinence.

Elle est aussi un nouvel exemple de la difficile gestion du change dans un marché international des capitaux ouvert, difficulté à laquelle l'Europe a aussi été confrontée et qu'elle compte surmonter par l'instauration de la monnaie unique.

Dans les deux cas, rien ne permet à ce stade d'affirmer que le modèle économique coréen est dépassé. La crise est loin de remettre en cause la croissance spectaculaire du « pays du matin calme » depuis quatre décennies. Et il n'est pas sûr que le choix d'un moindre endettement extérieur et d'un moindre taux d'investissement aurait été, à long terme, plus favorable au développement économique de la Corée, même si le choix inverse, qui a été le sien, se retourne aujourd'hui contre elle.

En revanche, l'ampleur et la brutalité de la crise dans l'ensemble de l'Asie ont au moins deux implications. D'une part, l'Asie doit s'organiser : l'absence de coordination macro-économique – et, bien sûr, politique – entre des pays devenus très interdépendants est dangereuse. D'autre part, il faut sans doute trouver le moyen de mieux réguler les mouvements de capitaux courts, dont l'utilité économique ne paraît plus à la hauteur des dangers qu'ils font courir, sans perturber le fonctionnement du marché financier international. Le FMI et la Banque mondiale ont ici un rôle majeur à jouer, au plan technique bien sûr, mais aussi au plan symbolique : en tant que garantes d'une certaine orthodoxie libérale, seules ces deux institutions sont susceptibles de conférer ses lettres de noblesse à une proposition de régulation des mouvements de capitaux courts, tout en empêchant celle-ci d'apparaître comme (ou de conduire à) un retour au protectionnisme au plan international.

---

1. Pour une analyse exhaustive de la stratégie des *chaebol* depuis la guerre, voir Myun Hun Kang, *The Korean Business Conglomerate. Chaebol Then and Now*, Berkeley, University of California, Center for Korean Studies, 1996.

2. Voir l'article fondateur de George Akerlof : « The market for lemons : quality, uncertainty and market mechanisms », *Quarterly Journal of Economics*, 84, 1970, pp. 488-500. Et aussi son prolongement pour le cas des marchés financiers : S. Myers et N. S. Majluf, « Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have », *Journal of Financial Economics*, 13, 1984, pp. 187-221.