

## LA CRISE MONÉTAIRE EN ASIE DU SUD-EST

CÉCILE SELLIER ET PATRICK PILLON \*

Certains économistes, dont le plus connu est sans doute Paul Krugman, font aujourd'hui figure de voyants judicieux, qui ont pu déceler dans la trop bonne santé des économies du Sud-est asiatique les symptômes alarmants d'un retournement de situation : dégradation des balances des paiements courants, afflux de capitaux à court-terme, endettement en devises croissant des banques et des entreprises, décalage pesant entre la qualification de la main d'oeuvre et sa créativité et le modernisme des produits exportés, entre la sophistication des marchés financiers et la simplicité de la gestion interne du système financier.

La situation macroéconomique des pays de l'ASEAN contenait-elle vraiment, dès 1995-96, les germes des crises monétaires tels qu'identifiés par la théorie économique ? Comme la réponse est bien sûr en grande partie positive, deux autres questions se posent pour le futur des pays d'Asie du Sud-Est :

— la première sur la possibilité, à l'avenir, d'éviter que les erreurs de gestion macroéconomique et/ou la résurgence éventuelle des mêmes signaux d'alerte, ne passent encore inaperçus ou qu'on ne leur accorde une attention insuffisante ;

— la deuxième sur la contribution éventuelle de la réflexion, sinon de la théorie, économique sur la sortie de la crise monétaire : en effet, l'économie réelle, qui est à l'origine de cette crise monétaire et financière, va en subir, par ricochet, les conséquences les plus tangibles. Selon la structure de l'économie de chacun des grands pays de l'ASEAN, selon la présence ou non des signaux d'alarme, selon les mesures qui ont été prises dès le début de la crise, nous avons essayé d'évaluer la hiérarchie entre les pays en fonction de leur degré d'exposition à la crise. Mais cette tentative doit être considérée avec prudence : d'abord parce que la théorie macroéconomique est plus diserte sur les origines des crises que sur ses solutions ; ensuite parce que l'analyse se heurte à l'apparition de

55

---

\* Attachés financiers à l'Agence financière pour l'Asie du Sud-Est. Cet article reflète la vision personnelle des auteurs et n'engage pas la responsabilité du Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie dont dépend l'Agence Financière pour l'Asie du Sud-Est.

surréactions irrationnelles des marchés, qui ont amplifié les effets de la crise.

***Les indicateurs théoriques des crises monétaires étaient présents dans les grands pays de l'ASEAN dès le début des années 1990***

*Les signes précurseurs des crises de change*

En 1979, Paul Krugman, professeur à l'Université de Stanford (USA) affirme que, dans le cadre d'un système de changes fixes, une expansion du crédit intérieur supérieure à la croissance de la demande de monnaie entraîne une baisse graduelle mais persistante des réserves internationales et finit par soumettre la monnaie à des attaques spéculatives, qui épuisent immédiatement les réserves et forcent les autorités à abandonner la parité. La période qui précède une crise monétaire serait donc caractérisée par une baisse graduelle mais persistante des réserves internationales, et par une croissance rapide du crédit intérieur par rapport à la demande de monnaie. La croissance du crédit intérieur peut elle-même être mesurée via le besoin de financement du secteur public, les déséquilibres budgétaires, et le crédit au secteur public. Elle peut aussi se traduire par le déficit de la balance courante (dû à la hausse de la demande de biens échangés) et / ou par l'appréciation de la monnaie en termes réels (hausse de la demande de biens non-échangés).

Un certain nombre d'études réalisées depuis 1979 ont élargi le modèle de Krugman, et trouvé deux batteries d'indicateurs selon que la crise est anticipée, ou que le changement de parité est en fait voulu par l'Etat :

— l'anticipation de la crise dans un cadre de parités fixes peut conduire à la hausse des salaires nominaux et à une perte de compétitivité ; ou alors l'incertitude sur la politique de crédit, et sur la perte de réserves que les autorités acceptent pour défendre la monnaie à une hausse des taux d'intérêt intérieurs ;

— l'Etat peut souhaiter un ajustement de la parité pour préserver d'autres équilibres économiques : conserver un niveau des taux d'intérêt relativement bas, une marge de manoeuvre budgétaire, ou ne pas accroître la charge de la dette publique.

*Historique et déclenchement de la crise des changes  
dans la région du Sud-Est asiatique*

Les pressions sur les devises d'Asie du Sud-Est ont débuté en début d'année avec la remontée du dollar américain. Elles ont toutefois pour origine le baht thaïlandais en raison de nombreux facteurs négatifs qui se sont accumulés en Thaïlande lors des mois précédents. On retiendra parmi ceux-ci le ralentissement de l'activité économique, les difficultés croissantes du secteur de l'immobilier, la montée des créances douteuses du système bancaire, le niveau élevé du déficit du compte courant et de la dette extérieure à court terme, la dégradation rapide du solde budgétaire. La pression sur la devise thaïlandaise s'est accentuée durant la première quinzaine du mois de mai lorsque des rumeurs de dévaluation et la démission du ministre des finances ont incité les opérateurs à vendre cette devise contre le dollar américain. La banque centrale de Thaïlande (BOT) est alors intervenue pour soutenir le baht, aidée par plusieurs banques centrales de la région. La BOT a parallèlement mis en place un système de rationnement du baht, en interdisant aux banques locales thaïlandaises de prêter aux banques offshores, aboutissant à un cloisonnement des marchés de change du baht, domestique et offshore. Cette mesure a été temporairement efficace puisque le cours du baht contre dollar était au plus haut depuis quinze ans sur les places extraterritoriales le 18 juin à 22,75 pour 1 USD, contre 25,70 sur le marché domestique. Néanmoins les attaques spéculatives n'ont pas cessé, obligeant la banque centrale à mobiliser une part importante de ses réserves de change avant l'annonce le 2 juillet par les autorités thaïlandaises du flottement du baht. Depuis cette date, la valeur du baht n'est en effet plus fixée par rapport à un panier de devises, où le dollar occupait une place prépondérante, mais flotte sans valeur officielle de référence, la banque centrale se réservant le droit d'intervenir en cas de trop forte fluctuation.

Cette décision s'est traduite par un réajustement de la valeur du baht d'environ 20 % dans les deux semaines qui ont suivi et a déclenché la spéculation sur les autres marchés des changes de la région. Le peso philippin, la roupie indonésienne et le ringgit malaisien ont dû faire face aux attaques des opérateurs de marché. Ces pays se sont alors lancés dans une coûteuse défense de leurs devises respectives, action qui s'est traduite :

— par des pertes importantes des réserves de change : 1,8 md \$ aux Philippines, 2 mds \$ en Indonésie, 5 mds \$ en Malaisie ;

— par un relèvement généralisé des taux d'intérêt à court-terme passés de 10 % environ à une fourchette de 20 à 30 % selon les pays (et jusqu'à 45 % au jour le jour). Peu de temps après la décision des autorités thaïlandaises, la banque centrale philippine a abandonné l'ancrage implicite au dollar et a laissé le peso flotter librement ; son homologue indonésienne a élargi les bandes de fluctuation de la roupie de 8 à 12 % avant de les supprimer un mois plus tard et la banque centrale de Malaisie s'est résolue à voir sa devise fluctuer au gré des orientations données par le marché. Entre début juillet et le 23 octobre, le dollar de Singapour s'est déprécié de 9 % contre dollar, le peso philippin de 24 %, le ringgit malaisien de 25 %, le baht thaïlandais de 37 % et la roupie indonésienne de 30 %. L'impact de la perte de confiance des investisseurs sur les bourses régionales a été aussi important que sur les marchés des changes. Fin octobre, la chute de ces bourses par rapport à leur niveau de début 1997 était de 38 % en Malaisie, Philippines et Thaïlande, 19 % en Indonésie et Singapour. Les attaques spéculatives d'octobre contre le dollar de Hong-Kong et de Taïwan, et la chute de la Bourse de Hong-Kong montrent que la crise est loin d'être terminée et que les devises ne sont pas stabilisées. Mi-octobre cependant, les banques centrales reprenaient leurs interventions, arrêtées depuis le mois de juillet.

La réaction défensive qu'ont eue tous les pays d'Asie du Sud-Est sur les marchés des changes à partir de février 1997 (premières attaques spéculatives contre le baht) jusqu'en juillet-août 1997 (flottement du baht, puis du peso, et enfin de la roupie), et la coopération régionale qui a fonctionné au début de la période montrent que les changements de parités observés en Asie du Sud-Est ne sont probablement pas le fait d'une volonté réelle des gouvernements. Sauf peut-être à Singapour, où l'Autorité Monétaire de Singapour a laissé filer sa devise, de manière à sauvegarder la compétitivité d'exportations en voie de redressement.

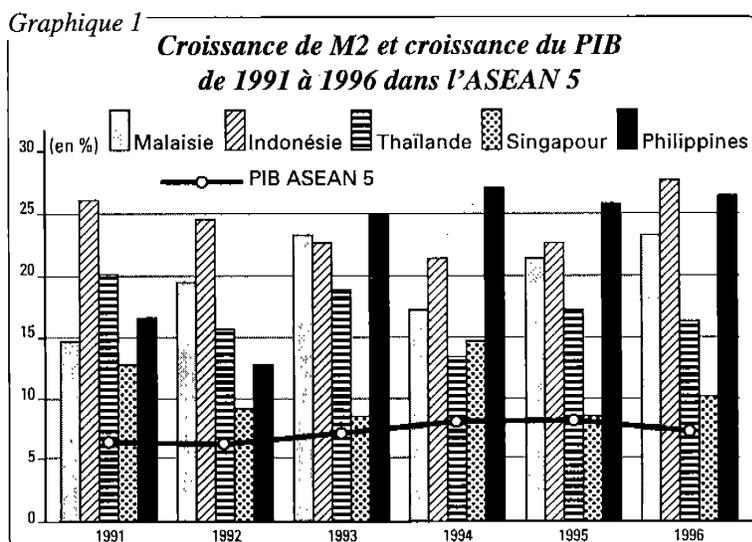
En revanche, certains des indicateurs traditionnels d'une crise de change semblaient effectivement réunis dans la plupart des pays d'Asie du Sud-est.

*La croissance du crédit intérieur a été supérieure à la demande de monnaie...*

*La masse monétaire et le crédit bancaire ont augmenté deux à trois fois plus vite que le PIB*

Les deux graphiques ci-dessous montrent bien le décalage entre le rythme de croissance de l'économie réelle, tel qu'il peut être illustré par

la croissance du PIB, et la croissance de l'offre de monnaie, notamment celle véhiculée par les banques commerciales<sup>1</sup>. Il faut bien sûr tenir compte de l'approfondissement financier qui se poursuit dans certains de ces pays (le ratio M2/PNB, utilisé pour mesurer celui-ci est de 111 % en Malaisie, 123 % en Thaïlande et de 83 % à Singapour, mais de 40 % aux Philippines et 57 % en Indonésie), et de taux d'inflation plus élevés que dans les pays développés (5,5 % en moyenne sur la période pour les cinq pays de l'ASEAN), ce qui autorise une progression plus importante que dans des pays industrialisés.

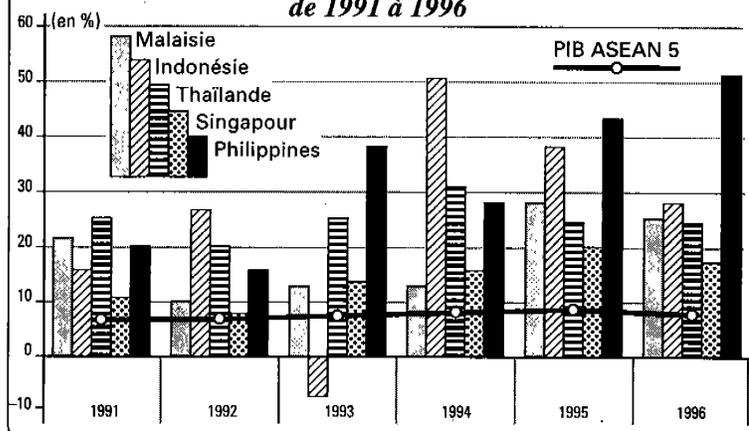


La Thaïlande n'est pas le pays le plus représentatif de cet excès, même si la marge entre la croissance réelle et la progression de M2 y atteint en moyenne 10 % et la marge entre la croissance du PIB et le crédit intérieur 18 %. Plus impressionnante est la progression de l'approfondissement financier, dont le pourcentage n'était que de 57,6 % en 1990 et qui a doublé en 6 ans. Les Philippines et l'Indonésie sont elles les symboles d'un développement effréné des agrégats monétaires et du crédit bancaire, qui, même dans un contexte d'inflation relativement élevée et de faible approfondissement financier, n'ont pas de rapport avec la croissance de l'activité réelle.

1. Le crédit intérieur est en effet mesuré par la progression des crédits des banques commerciales à l'ensemble de l'économie, sauf aux Philippines où seuls les prêts au secteur privé sont pris en compte.

Graphique 2

**Evolution du crédit intérieur dans l'ASEAN 5  
de 1991 à 1996**



Source : FMI

60

Enfin, la Malaisie et surtout Singapour sont les exemples d'une gestion maîtrisée de la masse monétaire, même si on note une tendance à l'emballement du crédit bancaire en Malaisie en fin de période. A cet égard, la crise monétaire est peut-être venue à temps rompre une dangereuse spirale d'endettement.

*... et a été facilitée par l'essor des marchés financiers dans la zone et par le recours croissant à l'endettement extérieur.*

La part des financements désintermédiés, notamment en devises, a crû plus ou moins rapidement dans les différents pays, selon le degré de libéralisation des services financiers. Tous les pays de la zone, excepté l'Indonésie, ont favorisé d'une part l'essor des marchés de capitaux, et notamment d'actions, et d'autre part l'installation de banques off-shore effectuant des prêts en devises soit à l'intérieur du pays, soit à l'extérieur. En outre, l'émission directe par des emprunteurs privés d'euro-obligations ou de « yankee bonds » a accru l'indépendance des emprunteurs vis-à-vis des banques en même temps que le risque de défaut.

Ces deux facteurs sont en partie à l'origine de la forte croissance du crédit intérieur.

Tableau 1 :  
Modalités de financement du secteur privé dans l'ASEAN

%	Banques	Etat	Marchés domestiques	Etranger (off-shore et marchés)
Indonésie <sup>2</sup>	53,6	1,5	20	14,9
Thaïlande	61	n.d.	14,3	24,9
Singapour	53,7	2	1,6	42,5
Malaisie	51	3	35	11

Sources : Bank Negara Malaysia, FMI, estimations Agence Financière, chiffres 1996.

Le besoin de financement du secteur public s'est traduit par une politique budgétaire laxiste.

Aucun des pays d'Asie du Sud-Est n'a connu, ces dernières années, un déficit budgétaire. En ce sens, l'expansion du crédit intérieur que Krugman juge à l'origine de la crise n'a pas directement pour origine un besoin de financement de l'Etat, mais bien une expansion du secteur privé.

Tableau 2 :  
Poids de l'Etat en 1995 et 1996 dans les différents pays de l'ASEAN

61

en % du PIB	Indonésie	Malaisie	Philippines <sup>3</sup>	Singapour	Thaïlande
<i>Dépenses publiques</i>					
1995	17	17,5	19,2	20,3	16,4
1996	18,9	17,3	18,6	21,9	16,9
<i>Solde budgétaire</i>					
1995	1,0	1,3	0,5	13,2	2,5
1996	1,0	1,1	0,3	9,0	2,3
<i>Croissance du PIB</i>					
1995	8,2	9,5	4,8	8,8	8,6
1996	7,8	8,2	5,5	7	6,7

Source : FMI, Bangko Sentral ng Pilipinas.

Le poids des dépenses publiques dans le PIB est important, notamment en ce qui concerne les dépenses d'investissement à Singapour, en Malaisie et en Indonésie. Il a eu tendance à s'accroître au cours des dernières années, sauf aux Philippines.

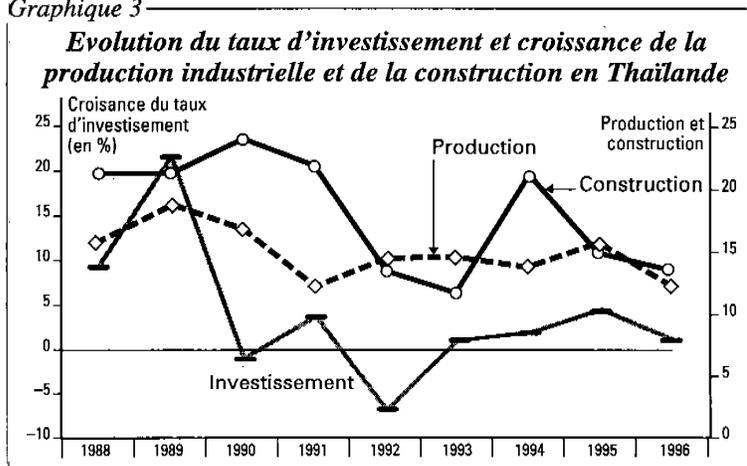
2. Le solde étant probablement dû à l'autofinancement, ou à la non-comptabilisation de certains emprunts à l'étranger.

3. En % du PNB.

En revanche, le solde budgétaire, excepté à Singapour, paraît très faible par rapport aux taux de croissance du PIB enregistrés durant la période. Les gouvernements en place ont préféré en effet ne pas faire jouer les stabilisateurs automatiques, qui auraient eu un impact récessif sur la croissance.

Une des caractéristiques des années 1995-96, qui se retrouve dans les quatre grands pays de l'ASEAN, est un goût prononcé pour la politique monétaire, qui est censée supporter le poids de l'ajustement macroéconomique à un rythme de croissance plus soutenable, et se voit donc affecter plusieurs objectifs : lutte contre l'inflation, ralentissement de la croissance, au prix de capitaux spéculatifs attirés par des taux d'intérêt élevés. On retrouve ici, comme au détour du chemin vers la crise, un autre symptôme, celui de la hausse des taux d'intérêt réels.

Graphique 3



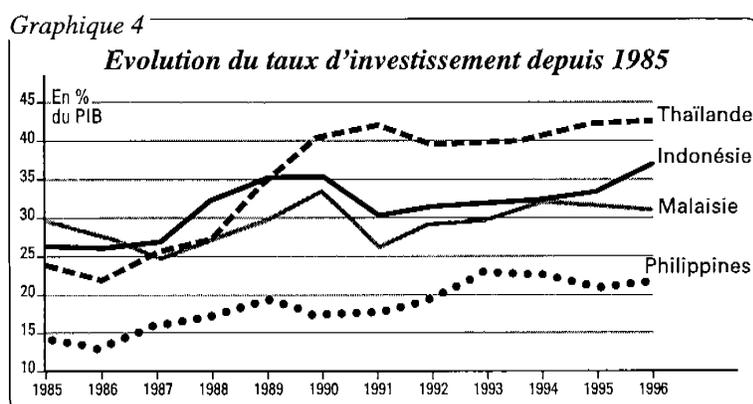
Source : Agence Financière

En revanche, les capitaux étrangers attirés par cette politique monétaire restrictive ont gonflé les réserves de change. Ils ont masqué la décline logique de celles-ci, qui, selon Krugman, précède la crise monétaire.

*Les déficits courants se sont creusés en même temps que l'écart entre l'épargne et l'investissement...*

De même que les très forts déficits observés au début des années 1980, y compris à Singapour, coïncidaient avec une phase de forte croissance,

les déficits courants qui ont commencé à apparaître vers 1990 - 91 reflètent la surchauffe de l'économie. On constate que la récession connue en 1985-86 par la zone a permis d'assainir la situation financière de ces pays et marque le début des impressionnants excédents de Singapour. Il est probable que la crise financière de 1997-98 aura le même effet sur les déficits courants.



Source : FMI

63

Ce déficit courant est le résultat de balances commerciales équilibrées ou déficitaires, en raison de l'importation de biens d'équipement, et du déficit structurel du secteur des services : a contrario, c'est ce poste qui explique le bon résultat de Singapour : la cité-Etat, qui a misé sur les services pour compenser sa petite taille, est aujourd'hui dans une situation bénéficiaire.

C'est aussi le résultat d'entrées de capitaux à long-terme importantes, via l'investissement direct, mais insuffisantes pour combler l'écart croissant entre des taux d'épargne pourtant importants (allant de 20 % du PIB aux Philippines à 35 % en Thaïlande) en raison notamment de la structure démographique de ces pays, et des taux d'investissement très (trop ?) élevés (40 % du PIB en moyenne dans la zone). Par conséquent, le financement de ces déficits s'est opéré à court-terme, accroissant dangereusement pour ces pays leur vulnérabilité à une crise de confiance ou à un mouvement de taux d'intérêt ou de change.

Singapour ne suffit pas à elle seule pour financer ces déséquilibres, qui devraient, selon une étude de l'Autorité Monétaire de Singapour<sup>4</sup> perdurer au-delà de 2010. A cette époque, tous les pays d'Asie, sauf le Japon, Hong-Kong et Singapour devraient avoir des soldes courants négatifs.

4. Rapport annuel 1995.

*...et ont été aggravés par l'appréciation des taux de change nominaux*

La forte montée du taux de change du dollar contre les principales monnaies depuis le début de l'année a changé le contexte dans lequel étaient fixés les taux de change asiatiques. La plupart des monnaies de la zone ont en effet adopté à la fin des années 1980 un système de change quasi-fixe d'accrochage au dollar ou à un panier de monnaies composé à plus de 80 % de dollars, avec une marge de fluctuation plus ou moins large selon les pays. Ce système a été l'une des composantes de la croissance asiatique, puisqu'il assurait la stabilité des changes pour les exportateurs étrangers et les investisseurs dans le pays. Il a également entretenu un courant d'investissements de portefeuille, attirés par le différentiel de taux d'intérêt avec les placements américains en l'absence de risque de change.

Mais ce système d'accrochage au dollar est possible tant que les cycles économiques entre les Etats-Unis et l'Asie du Sud-Est sont en phase, ce qui a été le cas entre 1991 et 1995. En 1995, alors que le taux de croissance de l'économie américaine ralentissait un peu, les économies de la région étaient en pleine surchauffe. En 1996, au contraire, l'économie américaine repart, tandis que le déclin du cycle s'amorce en Asie du Sud-Est : ralentissement des exportations, baisse de la profitabilité des entreprises, tassement de l'investissement. Il paraissait donc artificiel que, compte-tenu de ce décalage conjoncturel, les monnaies du Sud-Est asiatiques suivent le dollar dans sa hausse.

Le décrochage avait donc une justification macroéconomique. La Caisse des Dépôts et Consignations estimait ainsi que le taux de change du peso philippin était surévalué de 20 %, celui du baht thaïlandais de 10 % et ceux du ringgit et de la roupie de 7 %. La poursuite de cette surévaluation aurait entraîné une forte perte de compétitivité par rapport à d'autres économies émergentes, de la zone ou d'autres zones. Mais l'ampleur de la correction est sans doute démesurée.

Ce rapide examen des conditions macroéconomiques dans les pays d'Asie du Sud-Est montre que la plupart des ingrédients d'une crise monétaire étaient bien réunis dans les grands pays d'Asie du Sud-Est, Singapour exceptée. Pourtant, même si les économistes percevaient le caractère vulnérable d'économies en surchauffe, avec des déficits de balance des paiements courants importants, le décrochage des monnaies du Sud-est asiatique par rapport au dollar est apparu comme une surprise, et la fuite des capitaux apparaît encore aujourd'hui comme exagérée par rapport au dynamisme de ces économies.

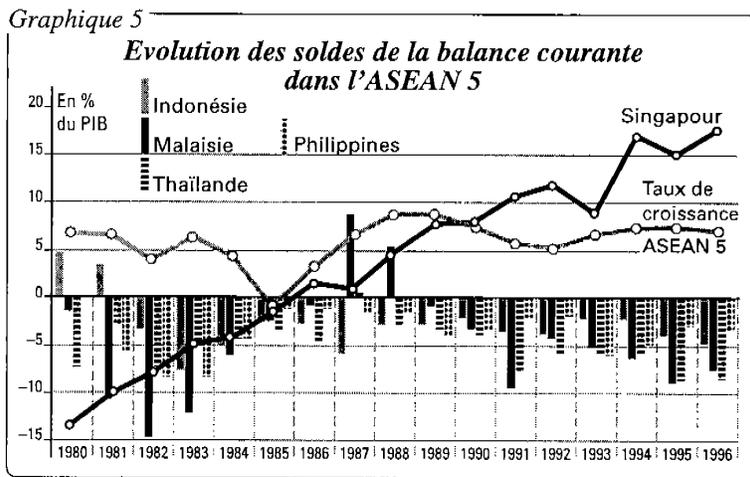
**Des facteurs économiques et politiques semblent avoir brouillé l'analyse de ces indicateurs**

Deux raisons peuvent expliquer la myopie collective des économistes par rapport à la situation de la Thaïlande en particulier, et des autres pays du Sud-Est asiatique en général : l'une tient à la mauvaise qualité de l'information économique et au trop faible détail donné sur les grands agrégats macroéconomiques et sur la situation du secteur financier ; l'autre tient à la sous-estimation du facteur politique dans l'origine supposée des crises monétaires.

*Une mauvaise information économique*

*L'investissement n'est pas celui qu'on croit*

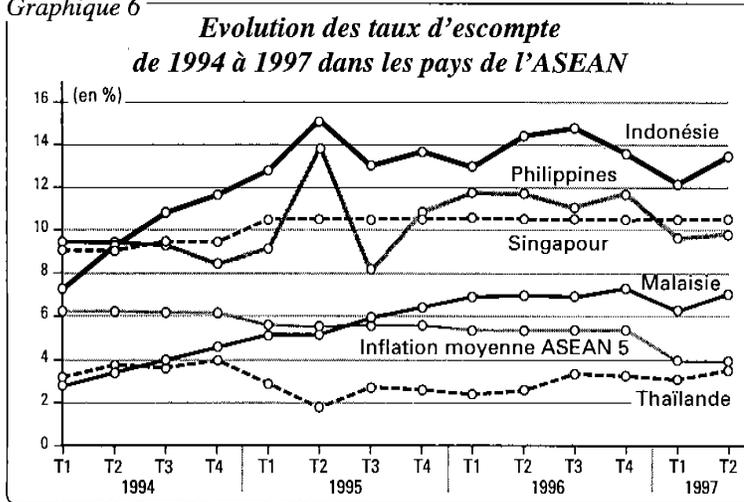
L'une des caractéristiques du développement rapide des pays d'Asie du Sud-Est durant les dix dernières années a été le fort taux d'investissement par rapport au PIB : Celui-ci est ainsi passé de 25 % du PIB en Thaïlande en 1985 à 43,6 % en 1996.



Or, lorsque l'on compare cette progression à l'évolution de la production industrielle d'une part, et à la progression du secteur de la construction d'autre part, on constate que la corrélation entre l'évolution positive ou négative du taux d'investissement et le taux de croissance de la construction paraît étroite, alors que l'évolution de la production industrielle, même si elle connaît un caractère cyclique, est restée plus cons-

tante pendant la période envisagée, et n'a donc pas influé significativement sur la croissance du taux d'investissement.

Graphique 6



Source : FMI; Le taux pris en compte pour Singapour est le taux du marché monétaire.

66

La même analyse pourrait sans doute être faite dans les autres pays de l'ASEAN, mais dans des proportions variables selon les pays : L'examen du pourcentage des investissements dirigés vers le secteur de la construction à Singapour, en Malaisie et en Indonésie est à cet égard édifiante.

Les investissements immobiliers ne sont pas mauvais en eux-mêmes : ils ont un impact très favorable sur le niveau de vie et l'environnement de travail des agents économiques, donc sur leur productivité. Ils ont également un rôle moteur pour toute une série d'industries. Enfin, ils comprennent des investissements en bureaux et en usines qui sont des moyens de production.

Tableau 3 :  
*Répartition par secteurs de l'investissement public et privé*

en % du total	Singapour		Malaisie		Indonésie	
	1992	1996	1992	1996	1992	1996
Industrie	38	28	37	30	n.d.	52
Construction	45	56	20	12	n.d.	14
Autres	17	16	43	58	n.d.	36

Sources : Bank Indonesia, Bank Negara Malaysia, Ministry of Trade of Singapore

Mais ils n'ont évidemment pas le même impact à moyen-terme que des dépenses de recherche-développement, d'innovation ou que l'installation de nouvelles industries : une fois que l'immeuble est construit, il n'est plus que faiblement créateur de richesse et sa dépréciation est également très rapide.

C'est pourquoi le rôle de l'investissement dans les prévisions macro-économiques concernant les pays d'Asie du Sud-Est a visiblement été surestimé : celles-ci ont oublié que les investissements immobiliers pouvaient à terme avoir un impact négatif sur la croissance, comme la situation de suroffre qui sévit actuellement sur le marché immobilier thaïlandais le montre.

*La situation du système bancaire dans les différents pays est mal connue*

La crise thaïlandaise a révélé la face cachée du secteur financier thaïlandais : une forte exposition au secteur immobilier, un recours important aux financements en devises, via les succursales off-shore (14 à 18 % des financements selon les banques, nets des prêts en devises), l'adossement des prêts, même industriels, à des collatéraux immobiliers dont la valeur est rarement revue, des participations dans les secteurs financiers et industriels sans grande rationalité économique. Ces facteurs de vulnérabilité expliquent les difficultés des banques thaïlandaises, confrontées à une baisse de 37 % de la valeur du baht, de 40 % du prix des titres, de 50 % du prix des collatéraux immobiliers et à un resserrement des exigences prudentielles.

Le niveau d'information sur les banques thaïlandaises avant la crise financière était relativement médiocre, notamment en ce qui concerne les créances douteuses et leur provisionnement. En outre, si les sociétés cotées sont relativement bien suivies par les équipes de recherche des sociétés de bourse, en revanche les banques publiques spécialisées sont loin d'être transparentes. Ainsi, on peut s'étonner des taux de créances douteuses affichés par certaines banques publiques, lorsque leur portefeuille de crédit fait apparaître une forte exposition à des secteurs industriels considérés comme en difficulté.

L'information sur le système bancaire malaisien ou indonésien est encore plus pauvre que celle fournie par la Thaïlande. En Indonésie, la banque centrale classe les banques selon des ratios CAMEL<sup>5</sup>, mais ces informations ne sont pas publiées. Il en va de même à Singapour, où l'Autorité Monétaire assure un contrôle strict mais extrêmement secret des banques locales et étrangères. La banque centrale malaisienne publie elle des informations moyennes pour l'ensemble du secteur.

C'est pourquoi il paraît important pour ces pays de suivre les recommandations de la Banque des Règlements Internationaux, qui souligne

5. *Capital adequacy, Quality of Management, Risk Exposure, Liquidity.*

dans son dernier rapport annuel la nécessité de développer les agences de notation et la diffusion des informations financières. Cette mesure aurait un impact certain sur le comportement des cambistes et des courtiers, condamnés à l'anticipation irrationnelle de l'évolution économique, faute d'y voir clair dans les rumeurs qui circulent.

Tableau 4 :  
*Surveillance du système bancaire en Asie du Sud-Est*

	Notation obligatoire	Existence d'une Agence locale de notation	Nombre de banques locales notées par une agence	% créances douteuses fin 1996
Indonésie	non	oui	10 (sur 198)	8,8
Malaisie	non	oui	9 (sur 27)	3,9
Philippines	non	oui	13 (sur 48)	3,9
Singapour	non	non	6 (sur 6)	< 3
Thaïlande	non	oui	12 (sur 15)	7,7

Source : Rapport annuel BRI 1997, Agence Financière ; les chiffres de créances douteuses sont des chiffres officiels, qui paraissent sous-estimés en Thaïlande (probablement 15 %) et en Indonésie (probablement 10 ou 11 %).

### *La gestion politique de la crise n'a pas toujours été adaptée*

#### *La communication vis-à-vis des marchés*

Le caractère récent de la libéralisation financière et du développement des marchés financiers a fait que les responsables économiques des différents pays de la région n'ont pas perçu l'ampleur et la rapidité potentielle des mouvements des taux de change et des cours de bourse, ni la marge d'augmentation des taux d'intérêt à court-terme. Ceci explique sans doute les déclarations enflammées du Premier Ministre malaisien contre les spéculateurs et les institutions internationales, qui ont surpris dans la bouche d'un responsable économique jugé compétent et moderne et provoqué une surréaction des marchés financiers malaisiens.

#### *La prise de conscience de la gravité de la situation*

La fixation des taux des devises du Sud-Est asiatique par rapport à un panier de monnaies centré sur le dollar a garanti si longtemps la stabilité de ces monnaies et a rendu les placements si attractifs pour des investisseurs, que la prise de conscience du changement est devenue plus difficile. Comment expliquer en effet que du jour au lendemain, ce qui créait la confiance devienne un facteur de défiance ? Comment expli-

quer que des politiques de change jugées positives un jour, soient devenues insuffisamment flexibles le lendemain ?

Enfin, il semble que les gouvernements des pays d'Asie du Sud-Est aient perçu avec quelque retard l'entrée dans une phase déclinante du cycle macroéconomique, ou aient voulu cacher ce ralentissement pour ne pas effrayer les investisseurs étrangers : l'annonce de mauvaises nouvelles est alors devenue d'autant plus difficile et a eu d'autant plus d'impact qu'elle a été retardée.

#### *Les erreurs de gestion des gouvernements*

L'exemple thaïlandais constitue à cet égard l'illustration parfaite des erreurs de politique économique qui ont conduit à aggraver la crise financière. Outre les tergiversations sur l'utilité de recourir au soutien du Fonds Monétaire International et à la communauté financière internationale, trois erreurs sont apparues manifestement :

— une défense coûteuse et inutile d'une devise surévaluée dans un contexte de déficit courant élevé, qui se traduit notamment par une perte très conséquente des réserves de change et une hausse des taux d'intérêt ;

— des problèmes de liquidité qui découlent de ce relèvement des taux d'intérêt et entraînent un accroissement de la dette des entreprises et des institutions financières ;

— la conduite d'une politique budgétaire inchangée et un soutien direct au secteur financier sans considération des moyens réellement à disposition.

Ces erreurs n'ont fait que renforcer les doutes des opérateurs sur la capacité des autorités à gérer la crise et ont également contribué à modifier la perception des investisseurs internationaux sur cette région du monde. Plus grave, elles sont vraisemblablement à l'origine du phénomène de surréaction des marchés vis-à-vis de cette zone, que la lenteur de l'adaptation des politiques économiques à la nouvelle donne conjoncturelle a sans doute aussi contribué à alimenter. Il semble que plus rapide est le changement d'orientation, et notamment dans le domaine budgétaire, plus grandes sont les chances d'éviter un approfondissement de la crise :

A cet égard, il sera intéressant de constater les effets de l'appel de « précaution » adressé par l'Indonésie au FMI le 9 octobre et le Plan de 34 mds de USD adopté par la suite sur la stabilisation du cours de la roupie.

#### *Le suivi des mesures annoncées*

La mise en œuvre de ces mesures est néanmoins parfois difficile à suivre : beaucoup d'annonces ne sont pas suivies d'effets : Ainsi, la

Malaisie, qui avait annoncé il y a un an la possibilité pour les courtiers étrangers de détenir 49 % du capital d'une firme locale, n'a jamais publié le décret d'application. L'Indonésie n'a jamais mis en oeuvre toutes les mesures de dérégulation qu'elle annonce régulièrement. Les privatisations y sont pratiquées au compte-goutte, de même qu'aux Philippines. Enfin, la Thaïlande a multiplié les annonces de plans financiers, perdant un peu plus les observateurs chaque jour.

***L'impact sur les économies de ces pays dépendra de la gravité des signes annonciateurs avant la crise et de l'adaptation des politiques économiques au nouveau contexte***

La situation de Singapour est de loin la meilleure tout comme celle du Sultanat de Brunei, épargné dans une large mesure par la crise. Celui-ci ne dispose en effet pas de bourse et le dollar du Brunei suit à parité égale le dollar de Singapour.

L'Indonésie, la Malaisie et les Philippines présentent à des degrés divers des caractéristiques communes avec la Thaïlande mais disposent, semble-t-il, de plus d'atouts pour surmonter les effets de la crise.

En Thaïlande, foyer de la crise, un scénario noir n'est pas à écarter malgré l'important soutien manifesté par la communauté financière internationale.

***Singapour devrait être relativement épargnée***

Singapour a mieux résisté à la crise, ce qui s'explique aisément par ses points forts comparativement à ses homologues de l'ASEAN, et par l'absence de tout symptôme avant la crise monétaire. Les évolutions passées du PIB et les niveaux de l'épargne et de l'investissement lui confèrent un potentiel de croissance important. L'inflation demeure faible et les excédents budgétaires conséquents (8,6 % prévus dans le projet de loi de finances 1997-1998), une balance courante elle aussi excédentaire (6,8 mds\$ au premier semestre 1997), une dette extérieure quasi-inexistante et un montant de réserves de change officielles très substantielles (76,6 mds\$, soit 7,4 mois d'importations). Le dollar de Singapour est rationné dans les échanges avec l'extérieur, ce qui accroît l'influence de l'Autorité Monétaire.

Pour autant et en dépit des bons résultats enregistrés au second trimestre de 1997, Singapour subira incontestablement le contrecoup du ralentissement de la croissance économique des pays du sud-est asiatique qui comptent pour 31 % de ses exportations totales. Le secteur bancaire et les services aux entreprises, qui représentent 27 % du PIB, et contribuent à hauteur de 2 points à la croissance du PIB, seront eux aussi affectés, même s'ils connaissent de meilleurs résultats cette année en

raison du volume inhabituel des transactions de change. En effet, les banques singapouriennes consentent 18 % de leurs prêts à des clients malaisiens, et en retirent 11 à 17 % de leurs profits. Leur exposition au secteur financier et immobilier thaïlandais est faible<sup>6</sup>, mais toutes les activités de financement de projet et de crédit-export sont liées à d'autres pays de la zone.

Le secteur immobilier de Singapour, déjà en suroffre, souffrira aussi de la vente d'actifs par des investisseurs indonésiens ou thaïlandais, obligés parfois de rapatrier leurs avoirs pour sauvegarder leur entreprise : c'est pour l'instant le mouvement qui s'amorce, et Singapour ne joue pas encore le rôle de place-refuge. L'emprise de l'Etat, propriétaire de la plupart des terrains constructibles, est néanmoins forte et devrait permettre un atterrissage en douceur du secteur.

Selon les prévisions récemment actualisées d'un groupe d'économistes, la croissance de Singapour devrait pouvoir continuer sur sa lancée du second trimestre (+7,8 % en glissement annuel) et rester robuste au troisième trimestre avant de s'effriter au cours des périodes trimestrielles suivantes. Ce ralentissement sera notamment la conséquence d'un tassement de la croissance des exportations et d'une reprise insuffisante de la demande.

La croissance pourrait ainsi avoir atteint 8,1 % au troisième trimestre de 1997 avant de redescendre à 7,5 % pour la période octobre-décembre, induisant au total une expansion de 6,8 % sur l'ensemble de 1997, à l'intérieur de l'épure de 6 à 7 % initialement annoncée par le gouvernement.

71

*Des pays plus ou moins gravement affectés : Indonésie, Malaisie, Philippines*

L'Indonésie bénéficie de plusieurs atouts pour résister à la crise : un vaste marché intérieur, qui la rend moins dépendante de ses exportations, la production de pétrole et la faible capitalisation boursière. En revanche, le niveau élevé de sa dette lui interdit toute marge de manoeuvre financière.

Sa traditionnelle flexibilité en matière économique s'est une nouvelle fois vérifiée, puisque l'Indonésie a réagi en premier avec l'annonce d'un plan de rigueur composé à la fois de mesures macroéconomiques et structurelles (libéralisation au profit de l'investissement étranger notamment). Les principales mesures visaient à enclencher une baisse progressive des taux d'intérêt, à revoir le budget 1997-1998 pour mettre en adéquation la baisse prévisible des recettes et la réalisation initialement envisagée de projets d'infrastructure, de stimuler les exportations et de venir en aide à certaines institutions, financières et non financières.

6. On estime à 2 % du total des prêts l'encours sur la Thaïlande et à 4 % celui sur l'Indonésie.

Malgré la rapidité de sa réaction, l'Indonésie apparaît comme la plus touchée par le phénomène de surréaction. La fragilité du secteur bancaire indonésien et la très forte exposition des entreprises indonésiennes (dont plus de la moitié ne serait pas couverte à terme) au risque de change minent la confiance des investisseurs étrangers, et provoquent, de la part des conglomérats locaux, une ruée sur le dollar pour assurer le service de leur dette. Selon la banque centrale, l'endettement extérieur du secteur privé atteindrait 56 mds de dollars, soit 20 % du PIB et près de la moitié de la dette extérieure totale, avec une composante à court terme comprise (suivant les estimations faites par les banques) entre 24 et 40 mds de dollars.

Cette surréaction, que ne justifie pas les fondements macroéconomiques, a incité le gouvernement à faire appel, à titre préventif, au Fonds Monétaire International. Ce dernier pourrait notamment apporter son expertise technique pour circonscrire les risques d'une crise bancaire. Cet appel est destiné aussi à rassurer les marchés puisque l'on sait par ailleurs que la Banque mondiale assure depuis 1992 un rôle de conseil auprès de l'Indonésie pour la restructuration de son secteur bancaire public.

72 Au total, le taux de croissance de l'économie, déjà freiné au cours de la période préélectorale, sera encore plus affecté par les événements survenus après la dévaluation du baht, notamment en raison de taux d'intérêt très élevés, de l'effet récessif des coupes budgétaires (près de 17 mds\$ d'annulation de projets d'infrastructure) et de l'impact sur la production agricole du phénomène El Nino. Le rythme de croissance du PIB pourrait ainsi tourner entre 5 et 6 % en 1997, avant de se contracter à nouveau l'année suivante en raison d'un nouvel effort de diminution de la dépense publique. L'annulation de projets pour un montant additionnel de 21 mds de dollars est en effet actuellement à l'étude.

La Malaisie voit les facteurs de son dynamisme se retourner contre elle : un commerce extérieur dynamique, qui représente 162 % du PIB, une capitalisation boursière équivalant à 300 % du PIB fin 1996 même si elle a diminué de moitié depuis, une forte industrialisation.

Un ajustement de l'économie de la Malaisie, et notamment un ralentissement de la croissance, apparaît désormais fort probable mais son ampleur devrait rester modérée. La croissance s'est en effet maintenue au cours du premier semestre 1997 sur un rythme annuel de l'ordre de 8 %. Les importations ont augmenté avec + 8 % sur les six premiers mois, plus vite que les exportations, induisant un creusement du déficit commercial : 1md de dollars contre 300 millions seulement pour la même période de l'année précédente. Le déficit courant devrait légèrement s'accroître, à 6 % du PIB, malgré une amélioration du solde des services.

Cet ajustement paraît inéluctable compte-tenu des effets récessifs des tensions monétaires, de la destruction de richesse faisant suite à la plongée de la bourse, et du ralentissement des entrées de capitaux. Les consommateurs, qui ont vu fondre leur épargne, vont diminuer leur consommation. Les entreprises, confrontées à l'accroissement de la charge de leur dette, vont reporter leurs décisions d'investissement, d'autant plus que les banques, incitées par le gouvernement, vont ralentir la progression de leur crédit.

Afin de contraindre la demande intérieure de manière sélective, le gouvernement a annoncé un train de mesures visant à retarder le lancement de plusieurs grands projets, dont celui de Bakun (au coût estimé de 6,5 mds de dollars) et de la cité-linéaire à Kuala Lumpur, limiter les importations et accélérer le lancement de la « Silicon Valley » malaisienne. Il envisage par ailleurs d'augmenter les exportations de pétrole, afin d'accroître les rentrées de devises et améliorer le solde commercial.

Le budget annoncé le 17 octobre entérine ces mesures, et vise à réduire le déficit courant, à consolider le secteur bancaire par le durcissement de la réglementation prudentielle, à ouvrir le secteur immobilier à l'investissement étranger. Son accueil par les marchés a été négatif, malgré la qualité des mesures prises, en raison de l'optimisme des prévisions macroéconomiques sur lesquelles il se fonde et de l'incertitude des recettes fiscales l'an prochain.

Au total, un taux de croissance proche de 7 % pour 1997 apparaît plausible compte tenu de l'acquis du premier semestre. Un nouveau ralentissement est cependant probable en 1998.

Le gouvernement philippin a réagi assez rapidement après le déclenchement de la crise de juillet en concluant très rapidement un accord de crédit élargi avec le FMI. Cet accord est en fait une extension du précédent, arrivé à expiration le 23 juillet, mais assorti d'une plus grande conditionnalité liée à l'augmentation des facilités consenties.

Ce n'est toutefois qu'au début du mois d'octobre, et alors que les désordres monétaires prenaient une nouvelle ampleur, que les autorités se sont engagées plus avant dans l'adaptation de leur politique macroéconomique à la modification de la conjoncture. Un comité spécial chargé du suivi de la crise des monnaies de la région, présidé par le ministre des finances, a été créé. Un plan en onze points a également été formulé suite à une réunion consultative organisée sous l'égide du Président Ramos.

L'agenda arrêté vise à améliorer la performance macroéconomique générale du pays, grâce notamment à une révision du barème des réductions tarifaires, des coûts administratifs, une finalisation de la réforme fiscale, une meilleure mobilisation de l'épargne et une accélération du développement des infrastructures du pays. La banque centrale

entend pour sa part apporter son écot par la mise en oeuvre d'une politique monétaire basée sur les principes suivants :

- libre détermination par les forces du marché du taux de change peso/dollar ;
- meilleur ajustement du niveau des taux d'intérêt et des réserves obligatoires d'une part et du taux de change de l'autre ;
- renforcement de la supervision, de la transparence du taux d'exposition des banques aux risques, immobiliers notamment ;
- surveillance accrue des agrégats monétaires pour coller aux objectifs d'inflation ;
- attention plus soutenue aux évolutions de la balance des paiements, tant pour la partie haute que pour le compte de capital.

Les principaux indicateurs macroéconomiques des Philippines au premier semestre ont été satisfaisants puisque le PIB a crû de 5,3 %, ne marquant qu'un faible ralentissement par rapport à la même période de l'an dernier (+5,6 %). Les exportations se sont inscrites sur une pente supérieure à 20 %, le déficit courant a été de l'ordre de 4 % et l'inflation est restée bien maîtrisée avec un taux d'inflation moyen de 4,6 % sur les sept premiers mois.

Toutefois les effets de la crise actuelle vont peser sur la demande intérieure et le ralentissement général des économies de la région sur la demande externe. Sur le plan intérieur en particulier, la croissance de la consommation privée va s'éroder sous le double effet de taux d'intérêt élevés et des pertes de richesse consécutives à la chute de la bourse. L'activité sera également affectée par la disparition de certaines entreprises incapables de faire face à leur trop forte exposition en dollar. Les perspectives électorales de 1998 constituent également un sujet de préoccupation et pourraient retenir certains investisseurs de revenir sur le marché philippin.

Au total et malgré les acquis du premier semestre, la croissance du PIB ne devrait guère dépasser 5 % en 1997. Une telle performance sera en revanche difficile à réaliser en 1998.

#### *Un Etat en plus grande difficulté : la Thaïlande*

Premier pays touché, la Thaïlande est aussi le plus durement affecté par la crise, qui se présente sous des formes multiples :

- crise immobilière : la situation du marché immobilier est bloquée et les prix ne descendent pas ; les promoteurs n'assurent plus le remboursement de leur dette ;
- crise de liquidité : 58 compagnies financières ont été suspendues, et l'argent ne circule plus entre débiteurs et créanciers ; les banques n'accordent plus de prêts ; le crédit inter-entreprises s'allonge. La bourse ne permet plus de drainer des fonds. Les sorties de capitaux se sont

élevées à 5 milliards de USD depuis le début de l'année, contre des entrées de 7 milliards en 1996 ;

— crise bancaire : confrontées aux difficultés soulignées ci-dessus, les banques ont un besoin urgent et important de se recapitaliser pour respecter les ratios prudentiels imposés par la Banque de Thaïlande (8,5 % pour le ratio Cooke, qui devrait passer à 12 % en 2 ans) ;

— crise politique : l'instabilité des gouvernements et le manque de confiance de la population ne permettent pas une politique économique énergique ;

— crise industrielle : asphyxiées par la hausse des taux d'intérêt et la charge de leur dette en devises non-couverte, confrontées à la concurrence des pays d'Indochine pour le textile et à la crise immobilière, les entreprises sont à présent dans une situation financière difficile.

Le Plan du FMI, constitué d'un accord de confirmation de 4 milliards de USD, et complété par des aides multilatérales et bilatérales à hauteur de 13,2 milliards, est subordonné à la réalisation de quatre conditions :

— la reconstitution des réserves de change à hauteur de 23 milliards de USD d'ici la fin de l'année et de 30 milliards en 1998 ;

— la création des conditions (économiques, fiscales) pour le maintien de la croissance à 2,5 % cette année et à 3,5 % l'an prochain ;

— le maintien d'un taux d'inflation de 4-5 % après une hausse des prix initiale estimée à 9-10 % en raison de la hausse de la TVA ;

— la stabilisation du déficit courant à 3-4 % du PIB.

Seuls les deux derniers objectifs semblent pouvoir être atteints : l'inflation s'établit en effet à 7 % en glissement annuel en septembre, et le déficit courant observé sur les huit premiers mois de l'année représente 3,3 % du PIB.

En revanche, la reconstitution des réserves se fait très lentement, et il semblerait que l'objectif soit loin d'être atteint à la fin de l'année.

La reprise de la croissance est de loin le point le plus préoccupant : même si le taux de croissance des exportations (en volume) s'établit à 6,2 % pour les huit premiers mois de l'année, les problèmes rencontrés par les entreprises ne permettent pas d'espérer une croissance très importante du commerce extérieur. L'indice de l'investissement privé et la production manufacturière sont déjà clairement dans une zone de basse activité. Si l'on ajoute tous les coûts probables de la crise, on atteint un niveau inattendu de 70 milliards de dollars, soit plus de 30 % du PIB thaïlandais.

Le budget de l'Etat, déjà en déficit de 1,5 milliard de dollars sur les huit premiers mois de l'année, ne peut certes pas supporter ce coût.

La restructuration du système financier, et surtout l'apport de capitaux extérieurs seront donc les clés d'un redémarrage : ils permettraient la baisse des taux d'intérêt, le desserrement de la contrainte de liquidité,

la stabilisation de la bourse et du taux de change. Ils permettraient aussi à la Thaïlande de profiter de cette pénible occasion pour enclencher une modernisation de l'économie, un positionnement industriel sur des créneaux plus compétitifs et un assainissement du secteur financier. L'autre solution, qui consiste à s'endetter davantage, est moins positive à terme.

Le Plan de restructuration financière annoncé le 15 octobre ouvre la voie, mais son application est tributaire des aléas politiques liés à la constitution d'un nouveau gouvernement d'unité nationale.

Selon la part qu'ils accordent à la croissance des exportations et aux aléas politiques pesant sur la réalisation du programme du FMI, les observateurs prévoient pour la Thaïlande une récession pouvant aller de 1 à 3 % du PIB en 1998.

Tableau 5 :  
Prévisions pour 1997 et 1998

En % du PIB	Croissance du PIB		Solde des paiements courants	
	1997	1998	1997	1998
Indonésie	6	4,5	-3	-3
Malaisie	7	4,5	-6	-5
Philippines	5	4	-4	-4,5
Singapour	7	5,5	+13	+12
Thaïlande	0	-1	-3	-2

Source : Agence Financière.

La crise monétaire en Asie du Sud-Est était en partie prévisible en raison du contexte macroéconomique des années précédentes. Cependant, le manque de transparence et les réactions politiques ont brouillé la clarté de l'information et rendu moins perceptible l'imminence de cette crise.

Certains de ces facteurs pourraient paradoxalement favoriser à l'avenir le retour à une situation normale. Ainsi, le manque de transparence peut être attribué en partie à la présence de conglomérats familiaux d'origine chinoise, peu enclins à diffuser l'information, mais disposant de réserves financières et de connections facilement mobilisables.

Mais si l'Asie du Sud-Est souhaite continuer à développer ses marchés financiers, et compte-tenu de ses besoins en capitaux, elle devra donner plus de gages aux investisseurs étrangers, en accroissant la flexibilité de sa politique économique et la transparence de l'information économique et financière.

Achevé de rédiger le 23 octobre

