

CRISE(S) ASIATIQUE(S) : LEÇONS PROVISOIRES ET PREMIERS ESPOIRS

ALAIN GUILLOUET*

La série de crises de change commencée en Thaïlande en juillet dernier fait apparaître aujourd'hui plus clairement la double nature de « la » crise asiatique : crise classique liée à un déséquilibre extérieur, elle s'explique surtout par des faiblesses structurelles profondes : un surinvestissement aveugle, pour l'essentiel immobilier (sauf en Corée), et un système bancaire mal géré dans un contexte prudentiel et comptable très insuffisant ; en outre, la facilité d'emprunter à l'étranger, grâce à la fixité de facto des taux de change, s'est traduite par une dette élevée en devises.

195

Lorsque les marchés ont pris conscience de la fragilité des comptes extérieurs et/ou que la « bulle » immobilière a éclaté, les attaques contre les devises sont apparues et les faillites se sont multipliées, entraînant des réactions en chaîne via un rationnement du crédit et la dévaluation, ce qui a rendu insupportable la charge des dettes externes. La spécialisation assez proche de nombreux pays aussi bien que la similitude dans les politiques macro-économiques conduites (avec succès) dans les années récentes ont conduit les opérateurs internationaux à réexaminer la situation de chacun d'eux et à anticiper le contrecoup de chaque dévaluation. D'où un effet de contagion, la crise s'auto-entretenant par sa dynamique même. Dans de nombreux cas, la faiblesse du système politique a accentué les difficultés. Les pays aux situations les plus fragiles ont connu les chocs les plus brutaux : baisse massive du taux de change et de la bourse, faillites en cascade. Plus que la nouveauté des phénomènes, leur ampleur et leur conjonction frappent ainsi que les réactions en chaîne.

Le F.M.I. n'a pas manqué de réagir face à cette crise, en concertation avec les autres institutions multilatérales et les pays membres du Fonds. Les moyens mis en œuvre ont été considérables puisqu'ils ont dépassé

* Ministre Conseiller Financier (Ambassade de France à Tokyo, Agence financière pour l'Asie)

110 milliards US\$. Les plans de redressement élaborés pour faire face à la crise ont été classiques dans leur composante macro-économique : durcissement des politiques budgétaire et monétaire, flexibilité du taux de change. En s'attaquant aux faiblesses structurelles, ils ont également été innovants : restructuration et recapitalisation du secteur financier, durcissement du cadre prudentiel et renforcement des contrôles, modernisation du cadre comptable et libéralisation de l'économie, etc. Les deux leçons majeures de cette crise sont certainement la nécessité de mieux réguler le secteur financier et de rendre plus transparent le fonctionnement des économies.

A l'issue de cet effort sans précédent de la communauté internationale sous l'égide du F.M.I., la phase la plus aiguë de la crise semble maîtrisée et le redressement de plusieurs pays paraît désormais envisageable. En Thaïlande, le nouveau Gouvernement conduit une politique d'assainissement volontariste qui, couplée avec le redressement du commerce extérieur, permet d'espérer que le choc des faillites, aggravé par la récession en cours, puisse être surmonté. De même, en Corée, le pire de la crise monétaire est passé, même si les difficultés du secteur bancaire restent à traiter et si l'économie réelle entre en récession ; la question majeure est de savoir si la nouvelle équipe au pouvoir réussira à changer le mode de fonctionnement des *chaebols*, qui est à la source même d'une bonne partie des difficultés du pays. Les intentions affichées par la nouvelle équipe du Président Kim Dae Jung aussi bien que ses premières décisions vont à l'évidence dans le bon sens ; de même, la puissance de l'industrie coréenne constitue le gage de sa capacité à rebondir.

Malgré ces premiers espoirs, les perspectives restent incertaines, d'abord parce que la crise n'a pas fini de produire ses effets dans la région même. L'incertitude indonésienne, tant politique qu'économique et financière, pèse sur le rétablissement de la région. De façon générale, les déséquilibres internes sont longs à résorber comme le montre la maturation de la « bulle » immobilière en Malaisie. Surtout, l'avenir dépend largement du « pôle de stabilité chinois » : d'une part, Hong Kong doit continuer à gérer la vulnérabilité de son secteur bancaire et les conséquences de l'ancrage de sa monnaie sur la devise américaine ; d'autre part, si, dans l'immédiat, la Chine peut s'abstenir de dévaluer et souhaite maintenir la parité du renminbi pour des raisons politiques, il ne faudrait pas que le ralentissement actuel de la conjoncture la pousse à chercher une porte de sortie sur l'extérieur. Encore conviendrait-il que l'évolution du yen et de la demande interne japonaise devienne plus favorable afin que le Japon contribue à absorber l'augmentation des exportations des pays de la région indispensable à leur redémarrage.

Enfin l'impact de la crise asiatique sur l'économie mondiale sera non négligeable. Le commerce international en pâtira à l'évidence, de même que la capacité du système bancaire international à prêter à cette région, voire simplement à maintenir au niveau actuel ses engagements. En revanche, différents effets positifs pour les pays occidentaux méritent d'être relevés : baisse des taux d'intérêt, désinflation et gains de pouvoir d'achat par exemple. Au total, c'est quand même à un impact proche de 1 % sur l'activité mondiale que s'attend le F.M.I., les estimations étant plus favorables pour la France et l'Europe (de 0,3 à 0,5 %).

Il ne faudrait pas pour autant que la crise asiatique occulte les atouts de cette région, car les excès ne doivent pas faire oublier que le miracle asiatique n'était pas un mirage. Si la concomitance des succès passés et leur proximité géographique ne signifient pas qu'il y a un « modèle » asiatique unique et rigide, en revanche, la plupart de ces pays présentent les mêmes points forts : abondance et qualité du facteur travail, forte propension à l'épargne et à l'investissement, orthodoxie des politiques macro-économiques, ouverture au commerce international et rôle moteur des exportations. A condition que l'assainissement financier nécessaire soit entrepris et que de nouvelles règles du jeu soient introduites, la plupart de ces pays ont vocation à repartir sur un chemin de croissance rapide dès le début du prochain millénaire.

197

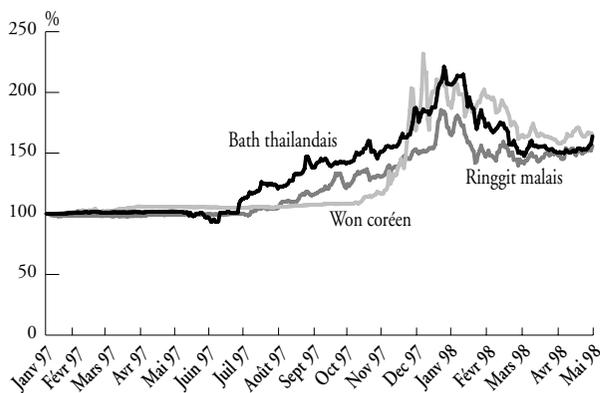
UNE CRISE DE CHANGE D'UN NOUVEAU TYPE

Thaïlande : une crise peut en cacher une autre

Comme le disait en décembre dernier M. Sugisaki, Directeur Général adjoint du F.M.I., « la crise thaïlandaise n'est pas survenue par surprise ». En effet, elle était prévisible¹ parce qu'elle avait une apparence classique. La dégradation des paiements extérieurs était patente et insoutenable : le déficit des paiements courants, qui était proche de 6 % de 1992 à 1994, a atteint 8 % en 1995 et 1996. Cette évolution est restée ignorée des marchés parce que non seulement on baignait encore dans l'euphorie de la croissance rapide du début des années 1990, mais aussi parce que l'afflux des capitaux étrangers permettait aux réserves de changes de continuer à croître malgré les déficits courants répétés, pour s'approcher de 40 milliards US\$ en 1996, et aussi parce que d'autres données macro-économiques ne présentaient pas les faiblesses constatées lors des crises de change latino-américaines ; en particulier, l'inflation restait limitée à 6,9 % et les finances publiques² continuaient à dégager un excédent important (2,2 % du PIB en 1996).

Le pays n'en était pas moins fragile en cas d'attaque contre le taux de change et cela d'autant plus que le déficit courant avait été financé pour l'essentiel par des emprunts du secteur privé (13,4 milliards US\$ pour la seule année 1996, portant l'encours de la dette privée à 69 milliards US\$ à la fin de l'année dont la moitié à court terme, les investissements directs étrangers - les seuls stables - n'apportant même pas un milliard et demi de dollars au cours de cette année). Dans ce contexte, la montée du dollar qui se transmettait aussitôt au baht du fait du lien rigide ne pouvait qu'aggraver rapidement la situation.

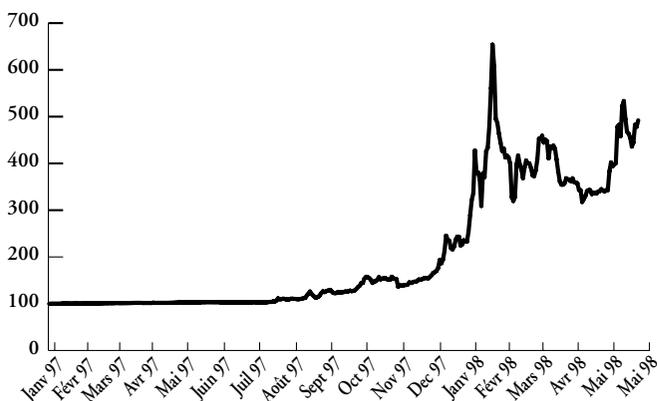
Graphique 1
Taux de change bath et DTS vs. Dollar



198

Base 100 au 01/01/97. Source : Datastream

Graphique 2
Taux de change roupie, won et ringgit vs. Dollar



Base 100 au 01/01/97. Source : Datastream

La première attaque de grande ampleur contre le baht a eu lieu dès le mois de février 1997, mais la banque centrale a pu y faire face sans trop de difficultés. Une deuxième tentative, mi-mai, a été repoussée plus difficilement malgré des interventions concertées avec des banques centrales de la région. Puis la troisième vague de fond du mois de juin aboutit au flottement du baht le 2 juillet, nonobstant l'instauration d'un contrôle des changes, une forte montée des taux d'intérêt et l'utilisation massive des réserves de changes. Une fois déclenchée, la chute de la monnaie a été accélérée de façon classique par le termailage dans les relations commerciales et le remboursement ou la couverture de dettes en devises par de nombreux agents locaux aussi bien qu'étrangers.

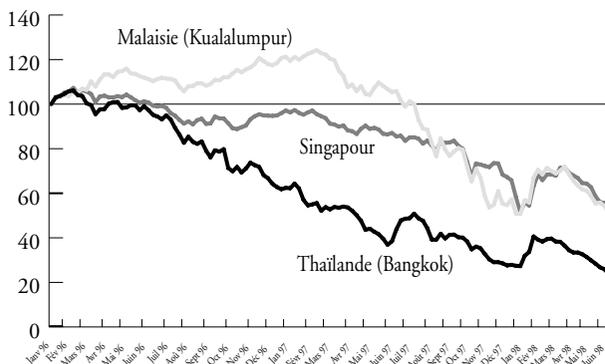
Si cette crise de change présente un caractère traditionnel dans la mesure où elle sanctionne des déséquilibres extérieurs, elle est également nouvelle parce qu'elle révèle des déséquilibres plus profonds de l'économie thaïlandaise que l'on peut résumer comme suit :

- dans la sphère monétaire, un délabrement complet du système financier provoqué par :
 - un financement aveugle de l'investissement, en particulier immobilier, mais aussi des entreprises en général ;
 - permis par une politique monétaire trop laxiste (croissance de M2 supérieure de 10% en moyenne à la croissance du PIB) qui n'a pas su faire face à l'afflux massif de capitaux extérieurs³ ;
 - aggravé par une insuffisance des règles et du contrôle comptables aussi bien que prudentiels.

Un premier avertissement était venu avec la faillite de la « Bangkok Bank of Commerce » à l'été 1996. Début 1997, la société financière « Finance One » annonçait chercher un partenaire, avouant ainsi ses difficultés.

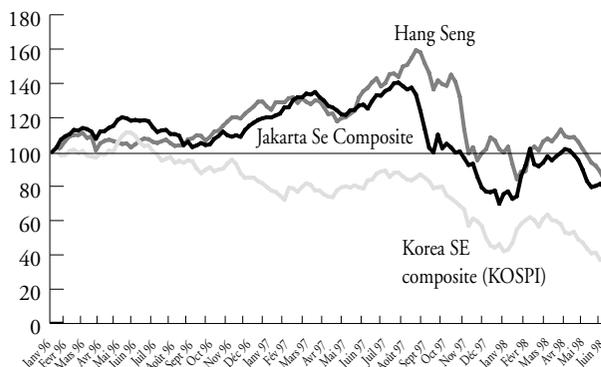
Un récent rapport confié par le Gouvernement à un ancien Gouverneur de la Banque de Thaïlande, M. Nukul Prachualmob, fait en partie porter la responsabilité de la crise thaïlandaise aux autorités financières. Il critique notamment la soumission des dirigeants aux pressions politiques en faveur d'intérêts particuliers, leur incapacité à tirer les conséquences de la libéralisation du secteur financier ainsi que leur incompétence dans la gestion de la crise de changes elle-même. Les politiques, dont l'ancien Premier Ministre, sont également mis en cause. Ce rapport a entraîné la démission du Gouverneur de la Banque, M. Chaiyawat Wibulsadi, à l'époque responsable de la gestion des changes.

Graphique 3 Evolutions des marchés boursiers Thaïlande, Malaisie et Singapour



Base 100 au 01/01/96. Source : Datastream

Graphique 4 Evolutions des marchés boursiers Corée du Sud, Indonésie et Hong Kong



Base 100 au 01/01/96. Source datastream

200

- dans la sphère réelle, surchauffe et perte de compétitivité caractérisées par :

- un emballement de l'investissement immobilier qui a débouché sur une bulle immobilière qui ne demandait plus qu'à éclater au début de l'an dernier⁴, spéculation permise par le laxisme monétaire bien sûr, mais qui rétroagit sur le système bancaire vu l'importance de l'immobilier dans l'activité des sociétés financières et des banques⁵ ;

- une perte de compétitivité de l'économie résultant à la fois de la hausse des coûts internes (même si l'inflation est limitée, l'ancrage sur le

dollar interdit toute compensation, ce qui finit par peser sur la compétitivité) et de la montée en puissance de grands concurrents dans les industries de main-d'œuvre (textile, chaussure, etc.) comme la Chine, mais aussi l'Indonésie et le Vietnam, alors que la Thaïlande - par manque de cadres et d'ouvriers qualifiés ainsi que d'infrastructures - avait du mal à passer à des productions plus sophistiquées et pour lesquelles, de toute façon, les concurrents ne manquaient pas, en particulier dans la région.

Il va de soi qu'une fois une crise déclenchée dans un tel contexte, elle s'auto-entretient et s'aggrave inéluctablement : ↘ de l'immobilier ⇨ ↗ faillites ⇨ ↘ crédit ⇨ ↗ faillites d'entreprises ⇨ faillites d'institutions financières ⇨ ↘ baht ⇨ ↗ dette en devises des entreprises et ↗ taux d'intérêt pour défendre le baht ⇨ ↗ faillites. Le cycle s'est accéléré après la dévaluation du baht qui a entraîné une nouvelle source de déséquilibres via la hausse brutale et souvent insupportable de la dette en devises. Les banques, tout comme les entreprises, sont alors victimes d'une double dévalorisation de leurs créances : d'abord au plan interne avec la baisse de la bourse et de l'immobilier, puis au plan externe avec la chute du baht dans la mesure où une partie importante de leur financement se faisait en devises.

L'extension de la crise aux autres pays ne relève pas du seul effet de contagion

201

Le scénario thaïlandais permet de déterminer clairement le processus général de la crise, l'effet de contagion l'accéléralant. La crise de change classique pour cause de déficit extérieur lié à une surchauffe de l'appareil de production et une perte de compétitivité de l'économie a été provoquée et aggravée par l'effondrement d'un système bancaire ayant financé sans prudence un surinvestissement immobilier et/ou industriel, le plus souvent avec l'aide des prêteurs étrangers rendus euphoriques par une trop longue croissance reposant sur le dynamisme du secteur privé dans un contexte macro-économique jusque-là maîtrisé : pression fiscale limitée de façon générale, excédents budgétaires dans la plupart des pays, faiblesse de l'inflation apparente et, bien sûr, stabilité du taux de change. Autrement dit, les indicateurs internes ont été privilégiés aux dépens de ceux révélant des tensions extérieures (déficit, dette⁶) ; le « surfinancement » des besoins a largement fait oublier ces problèmes, la confiance amenant les capitaux et entretenant ainsi cette confiance, ce qu'illustrait la montée des réserves de change. Lorsque la crise de change s'est produite, elle a déclenché (ou aggravé) une crise financière interne d'autant plus déstabilisante que le remboursement d'une importante dette extérieure devenait de plus en plus insupportable au fur et à mesure que la baisse du change l'enflait démesurément et qu'une bonne partie

de cette dette était à court terme. La fuite devant la devise n'a pas été le seul fait des non-résidents ; les entreprises locales se sont précipitées pour acheter des devises, ne serait-ce que pour couvrir leurs engagements en devises.

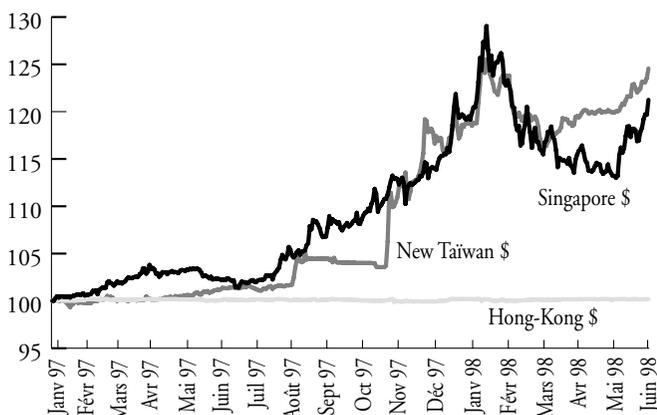
De nombreux analystes et responsables ont voulu voir dans l'extension de la crise à d'autres pays de la région un pur effet de contagion, comme si l'épidémie devait inévitablement atteindre « tous les élèves de la classe », quel que soit leur état de santé. Il n'en est rien. Les pays qui ont dû recourir au F.M.I. ou dont les devises ont été fortement dépréciées correspondent à ceux qui présentaient des faiblesses structurelles accentuées. En effet, la baisse du baht a inquiété les marchés et provoqué un réexamen de la situation des pays de la région qui s'est traduit par des attaques particulièrement fortes contre les plus faibles. Or, si les faiblesses externes paraissaient moindres, une plus grande attention portée aux insuffisances structurelles (bulle immobilière, situation du secteur bancaire et surtout endettement en devises) ainsi que la crainte de les voir perdre leur compétitivité par rapport à la Thaïlande ont entraîné une série de dévaluations qui, même lorsqu'elles étaient excessives, validaient par leur ampleur les inquiétudes des marchés. De surcroît, un certain nombre d'erreurs tactiques (*cf.* les déclarations de M. Mahatir) ou de découvertes surprenantes (*cf.* la méconnaissance de la dette privée en devises pour les autorités indonésiennes, les estimations doublant presque, ont relancé les attaques spéculatives. Cette crise régionale à multiples détentes - la Thaïlande, puis la Malaisie, puis l'Indonésie, puis la Corée, puis de nouveau l'Indonésie - a un effet démultipliateur comme si, pour les plus fragiles, toute chute d'un voisin relançait la boule de neige au sommet de la montagne en la rendant de plus en plus monstrueuse à chaque descente ; la situation indonésienne est caricaturale : le taux de change actuel y est destructeur. Par sa dynamique, la crise s'auto-entretient.

La spirale infernale dans laquelle sont tombés plusieurs pays ne résulte pas que des excès du marché : c'est d'abord la conséquence de leurs faiblesses structurelles. Ceux qui n'ont été victimes que de l'effet de contagion pur, sans faiblesses endogènes majeures, ont soit pu résister aux attaques spéculatives (Chine, Hong-kong), soit réussi à limiter la dépréciation de leurs devises (Singapour, Taïwan).

En revanche, il est vrai que l'effet de contagion explique à lui seul les dévaluations de plusieurs devises (Singapour et Taïwan) étant précisé que, pour conserver leur compétitivité après les dépréciations très fortes de pays voisins, c'était souvent devenu une nécessité économique (sauf à faire le choix hong kongais de la baisse des coûts internes). De surcroît, la spécialisation assez proche de nombreux pays a conduit les investisseurs étrangers à anticiper un contrecoup rapide de chaque dévaluation,

accentuant le mouvement. Enfin, la crise asiatique est marquée pour l'essentiel par l'insolvabilité des débiteurs privés, contrairement aux précédents latino-américains. Or, c'est une situation beaucoup plus difficile à régler vu le nombre d'intervenants et qui appelle des réformes en profondeur, difficiles à concevoir et à mettre en œuvre et dont les effets sont lents, surtout si l'on y ajoute les hésitations politiques. Dans ces conditions, la confiance est longue à revenir, les faillites en cascade confortant les spirales baissières. L'ajustement réel est donc d'autant plus sévère que les conditions de financement interne et externe sont longues à restaurer.

Graphique 5
Taux de change dollar de Singapour, dollar de Hong-kong et new Taiwan dollar contre dollar US.



base 100 au 01/01/1997
 Source : Datastream

Les deux places financières régionales (Singapour, Hong-kong) montrent bien l'importance d'une situation extérieure solide et d'un secteur financier sain. En effet, si toutes deux ont été soumises à des attaques, la première n'a cédé qu'un peu de terrain et la seconde a résisté avec succès depuis l'été dernier. Ces deux Cités-Etats ont toutes deux un excédent extérieur important et des réserves de change considérables. Au plan intérieur, les finances publiques sont excédentaires de façon massive et permanente pour l'une et significativement en moyenne pour la seconde. Toutefois, Singapour a choisi de laisser filer sa devise pour éviter de voir sa compétitivité reculer brutalement alors que Hong-Kong, ayant fait du lien entre sa monnaie et le dollar américain la pierre angulaire de sa politique monétaire, a choisi de

défendre sa parité en maniant de façon agressive l'arme des taux d'intérêt.

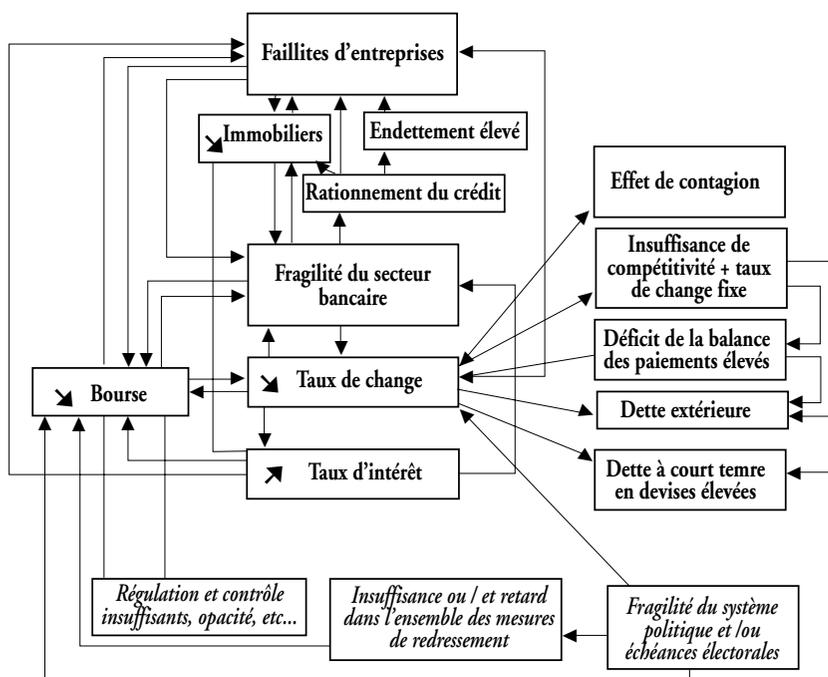
Nonobstant les attaques répétées et la vigilance des investisseurs étrangers, ces deux places financières n'ont pas fait preuve de faiblesses structurelles majeures (sauf peut-être l'immobiliers (voir l'analyse de la bulle immobilière) qui connaît une crise plus accentuée que dans les cycles précédent). Il y a bien eu à Hong-kong quelques faillites, notamment la banque d'affaires Peregrine - dont la situation a été définitivement compromise par le défaut d'une société indonésienne à qui elle avait accordé un prêt de 260 millions US\$ -, l'autre d'une société spécialisée dans le financement des actions par nantissement de portefeuille (« margin trading »). De même, la banque Tat Lee a été reprise par Keppel, qui dépend de l'Etat singapourien. Mais ces deux places ont bien résisté. La situation serait certainement plus tendue si un pays voisin sombrait dans un défaut généralisé ou si l'éclatement de la bulle immobilière que chacune a engendrée devait être trop brutal en Malaisie que nous proposons dans cet article. Cela étant, spécialisées dans les services, notamment financiers⁷, ces deux places vont nécessairement souffrir de la crise économique et financière.

204

Dernière caractéristique, la crise est globale plutôt que mondiale. En effet, le monde entier n'est pas en crise. En revanche, si la crise est régionale, elle a des aspects globaux tant par son origine (l'afflux des capitaux étrangers a nourri le surinvestissement) que par son déroulement (*cf.* les réactions des marchés financiers, y compris non asiatiques) et son impact sur l'économie mondiale. En définitive, la crise asiatique revêt un caractère global parce que, d'une part, cette zone a été la plus dynamique depuis une décennie au point de devenir l'un des moteurs principaux de la croissance mondiale, d'autre part, elle a attiré des flux massifs de capitaux extérieurs.

« La crise asiatique » est une dans la mesure où les fragilités structurelles sont souvent communes et surtout où les effets de contagion l'ont unifiée. Mais elle comporte plusieurs variantes propres à chaque pays - d'où le titre de cet article -, la Corée du sud étant la plus éloignée des pays du Sud-Est asiatique qui avaient d'ailleurs fondé leur développement sur un modèle assez similaire.⁸

Schéma des crises de change en Asie



Cela étant, la crise est surtout nouvelle parce qu'elle conjugue ampleur des faiblesses structurelles, intensité de la spéculation immobilière et puissance de l'effet de contagion. On avait déjà vu dans d'autres pays des secteurs bancaires mal gérés dans un environnement prudentiel et comptable insuffisant ou des bulles immobilières ou encore des cas de transmission des crises de change. Mais la plus récente semble avoir poussé ces réactions plus loin et de façon plus violente. Les erreurs répétées dans la gestion des crises, en particulier lors de leur démarrage, constituent également une caractéristique de cette période. Le « retour sur terre » a été d'autant plus long et coûteux pour les responsables des pays attaqués que la réussite passée avait ancré profondément des anticipations de croissance rapide.

La crise du modèle de développement coréen est d'abord interne

La Corée constitue un cas de figure un peu différent, sans doute encore plus représentatif du caractère nouveau de ces crises de change : c'est moins la situation extérieure - tendue, mais en voie de rétablissement - que les déséquilibres structurels internes qui ont acculé le pays à solliciter l'aide internationale. Certes, le déficit courant avait fortement

augmenté en 1996 pour atteindre 23 milliards US\$, soit 4,7 % du PIB, contre 8,2 milliards et 1,9 % l'année précédente. Le boum de l'investissement des années 1993 à 1996 (+ 9 % en moyenne annuelle) avait en effet porté le ratio investissement brut sur PIB à 38,4% en fin de période ; comme il était tiré par les acquisitions de biens d'équipement, il en était résulté une croissance très rapide des importations, d'où le déficit, aggravé par la chute des prix de plusieurs produits d'exportation coréens, en particulier l'effondrement de celui des semi-conducteurs. Mais, dès 1997 et malgré la poursuite de la baisse des termes de l'échange, la balance des paiements a commencé à se rétablir sous l'effet du ralentissement de l'activité et surtout de l'investissement (donc des importations) qui l'a accompagné. Dès le début de l'année, il était clair que le solde courant allait retomber spontanément au-dessous des 20 milliards US\$ et aux environs de 3,5 % du PIB, niveaux que le pays a su gérer à plusieurs reprises depuis les années 1960⁹. Toutefois, la situation intérieure continuait de se détériorer : la stratégie des *chaebols* basée sur la croissance en volume sans spécialisation marquée et alimentée par des investissements massifs financés à crédit¹⁰ sans grand souci de la rentabilité est devenue d'autant moins supportable avec le ralentissement de l'activité que le début de libéralisation de leur activité les avait conduits à se lancer dans des opérations de plus en plus risquées, notamment à l'étranger. La multiplication des faillites ou quasi faillites de groupes importants (*Hanbo*, *Sammi*, *Jinro* et surtout KIA) a clairement mis en évidence les faiblesses du système et surtout le risque d'effondrement du secteur bancaire. D'où la chute de la Bourse, puis, dans le contexte de la crise de l'Asie du sud-est, celle du won, les autorités étant incapables de réagir à l'approche des élections présidentielles.

La situation coréenne est relativement originale, bien que l'on retrouve le même type de conjonction de faiblesses internes et de cycle international défavorable. En effet, au plan interne, la surchauffe de l'économie a été provoquée par un boum de l'investissement industriel financé à crédit avec des effets de levier considérables, étant précisé qu'il conviendrait de prendre en compte les projets importants des *chaebols* à l'étranger pour apprécier l'ampleur des excès ; quant à l'externe, la dégradation des termes de l'échange (spectaculaire avec l'effondrement du prix des semi-conducteurs) qui a entraîné un creusement rapide du déficit extérieur, s'est produite peu avant une période de défiance de la communauté financière internationale.

Toutefois, si au seul plan macro-économique on peut s'étonner qu'avec des équilibres macro-économiques à peine plus dégradés qu'en 1991, la Corée se soit effondrée l'an dernier, la crise de 1997 comportait deux éléments nouveaux : au plan interne, les déséquilibres financiers étaient plus importants, comme en témoignent le nombre et l'import-

tance des faillites d'entreprises, une bonne partie du secteur financier étant par contrecoup elle-même en faillite virtuelle, la crise de liquidité interne révélant d'ailleurs l'insolvabilité de nombreux groupes industriels importants, ce qui a provoqué dans un deuxième temps une crise de liquidité externe sur le front extérieur, la crise asiatique déjà très avancée excluait que les milieux financiers internationaux attendent de voir si l'amélioration constatée au plan macro-économique pouvait s'étendre rapidement au niveau microéconomique. Le mode de financement du déficit externe était banalement dangereux : les entrées brutes de capitaux à court terme ont atteint 54 Mds US\$¹² entre 1994 et 1996, dont la moitié sous la forme d'emprunts à court terme des banques. En effet, les autorités avaient en partie libéralisé les mouvements de capitaux au cours des années récentes, mais en desserrant les contraintes pesant sur les flux à court terme plus rapidement que celles portant sur les mouvements à long terme. De même, les échéances politiques rendaient toute action de restructuration de grande ampleur impossible. Et la Banque Centrale de Corée alla jusqu'à commettre les mêmes erreurs que les autres : engager massivement des réserves (insuffisantes au demeurant¹³) pour défendre une parité devenue irréaliste.

L'effet de contagion a pu jouer de façon aussi brutale en Corée parce que les observateurs et investisseurs étrangers se plaignaient depuis longtemps de l'opacité de la comptabilité des entreprises, de la fragilité des bilans, du caractère malsain des contre garanties et participations croisées et de la collusion entre l'administration, les politiques et les *chaebols*. Mais pendant longtemps, cette collusion a été interprétée par les prêteurs étrangers comme signifiant que l'Etat se portait garant de la solvabilité des institutions financières coréennes, ce qui a facilité l'endettement en devises de ces dernières. On pénètre dans le domaine de l'aléa moral. C'est ce qui explique que des banques étrangères ont pu accroître leurs engagements sur la Corée et ses banques jusqu'à l'été dernier alors que l'analyse classique du risque (*cf.* faillites en chaîne) aurait dû les conduire à réduire leurs encours. L'espoir sous-jacent d'une intervention du F.M.I. en cas de problème et de le voir jouer de facto le rôle de prêteur en dernier ressort, a pu les conforter dans leur position.

En période de crise, l'absence d'information est propice aux rumeurs et aux mouvements de panique ; elle est de nature à aggraver les tendances connues à la surréaction des marchés. Manifestation de cette surréaction, la Corée du sud est passée en quelques semaines du statut de onzième économie mondiale - membre de l'OCDE depuis 1997 - à celui de pays au bord de la faillite, ne survivant que grâce au soutien du F.M.I. et de la communauté internationale. Certes, le déclenchement de la crise en Thaïlande et de façon générale en Asie du sud-est n'a pas provoqué d'effondrement de la Bourse de Séoul, les investisseurs se désengageant

assez peu de la Bourse en septembre/octobre et les attaques contre la devise restant soutenables. Mais, lorsque la place de Hong-kong a été attaquée sévèrement fin octobre, la crise a pris de l'ampleur en Corée ; en quelques semaines, le pays a dû se résigner à demander l'aide de la communauté internationale.

Comme les autres pays, mais de façon encore plus spectaculaire parce que l'investissement spéculatif n'a quasiment pas concerné l'immobilier, la Corée prouve qu'un niveau élevé d'investissement et d'épargne n'est pas une garantie de réussite : la nature et la rentabilité de ces investissements restent des critères dominants. Il ne sert à rien de construire une nouvelle aciérie si c'est pour casser les prix faute de demande. Or, l'accroissement des capacités de production a été massif en Corée au cours des années récentes. Ainsi, entre 1990 et 1996, les capacités de production ont été plus que quadruplées pour les composants électroniques, plus que doublées pour la chimie et presque autant pour la construction navale, la sidérurgie et les véhicules automobiles (pour une moyenne de 50 % pour l'ensemble de l'industrie manufacturière). La Banque mondiale a elle aussi souligné que la montée du taux d'investissement de 30 % du PIB de 1983 à 1989 à près de 38 % en 1995/96 a été accompagnée par une baisse du taux de croissance de 10 à 8 % pour la même période et que le taux de rendement des capitaux investis était très faible (moins de 1 % en 1996), ce que confirma brutalement la série de faillites de l'an dernier.

La Corée valide en partie les thèses de Paul Krugman pour qui la croissance économique de la région résulte mécaniquement de l'injection massive de facteurs de production. À terme, le coefficient de capital atteint des niveaux trop élevés pour assurer la rentabilité des fonds investis. Une croissance aussi rapide n'est pas soutenable parce que de plus en plus capitalistique. Mais la crise actuelle, en dévalorisant le stock de capital tant par les faillites que par le jeu des changements de prix relatifs, permettra sans doute de régler (brutalement) le problème pour le passé : elle risque aussi de relancer cette dynamique. D'où la nécessité de changer radicalement les règles du jeu pour ne pas retomber dans les mêmes errements.

Le facteur politique

Si la faiblesse politique contribue à expliquer la crise pour la plupart des pays de la région, là encore, le facteur politique connaît des variantes locales qui ont pu l'occulter. Les difficultés vont au-delà de l'affaiblissement des équipes au pouvoir à l'approche des élections, ce qui a contribué à faire pourrir les situations. Dans les pays les plus violemment touchés par la crise, la permanence des problèmes

politiques est frappante. Il en va, bien sûr, ainsi de la Thaïlande où le retard à traiter la crise résulte largement de la faiblesse de l'équipe dirigeante d'alors (et des intérêts directs de certains), son échec ayant d'ailleurs contribué au départ du Premier Ministre Chavalit. Pour la Malaisie, la dénonciation publique des excès de la spéculation par le Docteur Mahatir - souvent provocante en la forme, mais non sans fondement - a influencé l'évolution des marchés.

De même, la chute de la Corée, si elle s'explique d'abord par les faiblesses structurelles de ce pays, a une dimension politique qu'on ne saurait oublier : l'institutionnalisation des rapports étroits entre dirigeants politiques et industriels ne résultait pas seulement d'un choix de politique économique, mais également de considérations politiciennes comme l'ont montré les scandales financiers qui ont éclaboussé les derniers Présidents, y compris M. Kim Yong Sam dont le fils, qui était aussi son conseiller, a été impliqué dans l'affaire Hanbo. Ces rapports incestueux expliquent en partie pourquoi les autorités ont toujours reculé devant la nécessité d'imposer un minimum de règles de prudence financière aux *chaebols*, permettant le surinvestissement qui a déséquilibré plusieurs groupes et provoqué les nombreuses faillites de l'an dernier. L'approche des élections au moment où la crise s'intensifiait a aussi contribué à paralyser les autorités à partir de l'automne.

Quant à l'Indonésie, l'affaiblissement du « système Suharto » apparaissait clairement lors de la campagne pour les élections législatives de mai 1997. Certes, le parti dominant, le Golkar, réussit à maintenir son hégémonie, mais l'essentiel était ailleurs : la campagne avait connu un grand nombre d'incidents qui se seraient traduits par de nombreux morts. Au demeurant, en 1995/96, des troubles sociaux s'étaient déjà conclus par des heurts violents avec les forces de police et un certain nombre de scènes d'émeute et de pillage des commerces chinois, qui annonçaient ce qui vient de se produire. Autrement dit, le mécontentement profond de la population n'est pas né soudainement de la crise. Il se nourrissait depuis longtemps de la corruption, des inégalités sociales, de l'arrogance des autorités locales, de la mauvaise qualité du système éducatif. Ce n'est bien sûr pas un hasard si, lors des émeutes de Djakarta, les manifestants se sont attaqués aux biens de proches de M. Suharto, notamment Lim Sioe Long dont une résidence a été pillée ; de même, plus d'une centaine d'agences de la Bank Central Asia - qu'il contrôle avec deux des enfants de M. Suharto - a été attaquée. Autres symboles de la personnalisation du ressentiment : les bureaux de sa fille, nouvellement nommée ministre du Travail, ont été pillés, des magasins d'exposition de la Timor, voiture « nationale » bénéficiant de privilèges exorbitants car l'un des fils de M. Suharto était associé à sa production, ont été saccagés.

Avec la crise économique, le pouvoir a enfin perdu une bonne partie de ce qui assurait jusque-là sa légitimité : le succès économique. Au demeurant, la persistance d'un surendettement extérieur de longue période dans un pays où une équipe de technocrates bien formés dessinait correctement un cadre macro-économique d'ensemble reflétait en partie les tensions politiques intérieures. Les déséquilibres de ce pays reflètent largement les méthodes peu recommandables et les prébendes de « la famille et des amis ». Surtout, si la crise n'en finissait pas de s'approfondir, c'est que, malgré les efforts des institutions multilatérales pour remettre en cause les dysfonctionnements, les marchés redoutaient la perspective de voir M. Suharto conserver les mêmes méthodes, flanqué de M. Habibie, symbole du volontarisme industriel national hors toute contrainte financière et dont la famille a également bien profité de la croissance économique.

Au-delà de l'explication de la naissance de la crise, les allers/retours dans l'application du programme indonésien illustrent parfaitement le poids du politique dans son déroulement. Après des reculs qui ont exercé un effet ravageur sur les milieux financiers¹⁴, M. Suharto a fini par signer publiquement l'engagement de prendre les mesures « structurelles » et qui équivalent à une remise en cause partielle du « système » existant, notamment la suppression de privilèges réglementaires, fiscaux ou douaniers à différents programmes, dont celui de « la voiture nationale, Timor » et au monopole de commercialisation du clou de girofle, ainsi que la dissolution de nombreux cartels (ciment, papier, contreplaqué). Entre-temps le dollar avait franchi la limite des 10 000. Or, si la dette extérieure, évaluée aujourd'hui à près de 140 milliards US\$ représentait à peine plus de 60 % du PIB de 1996 au taux de change moyen de l'année (2 340), à 10 000 roupies pour un dollar, elle est proche de trois fois ce PIB. Situation évidemment intenable.

Par la suite, les déclarations sur le projet d'établissement d'un « *currency board* »¹⁵, puis sur l'inconstitutionnalité de certaines des mesures préconisées par le F.M.I. parce qu'elles étaient d'essence libérale, n'ont paru guère constructives. Les événements dramatiques, qui se sont conclus par la chute du président Suharto, n'ont fait que confirmer l'importance du politique dans la gestion économique de ce pays.

*A L'ISSUE D'UN EFFORT INTERNATIONAL,
LES PERSPECTIVES DE SORTIE DE CRISE S'AMELIORENT*

Une mobilisation internationale massive et innovante

Ampleur de l'intervention

Les programmes du F.M.I. ont cherché à répondre aux défis nouveaux qu'impliquent ces crises asiatiques en engageant une double action, classique et structurelle. Pour faire face au déficit extérieur et stabiliser les devises au-delà de la dévaluation nécessaire au rétablissement de la compétitivité, les politiques budgétaires et monétaires ont été durcies, parfois de façon brutale (*cf.* la montée des taux d'intérêt en Corée en décembre), afin de réduire la demande intérieure et rétablir la confiance extérieure. Il s'agit là des mesures habituelles de stabilisation macro-économique. Parallèlement, des mesures d'ajustement structurel ont été demandées aux Gouvernements concernés : restructuration et recapitalisation du secteur financier, durcissement du cadre prudentiel et renforcement des contrôles, modernisation du système juridique (droit de la faillite notamment). En outre, la libéralisation des économies a été exigée : ouverture du secteur bancaire aux capitaux étrangers, suppression des monopoles et cartels divers, restructuration des grands groupes. Ces mesures, souvent qualifiées de « structurelles », ont parfois été critiquées parce que trop ambitieuses. Mais, puisque la crise a une origine structurelle, si les problèmes de cette nature n'étaient pas traités, les programmes de redressement n'auraient aucune crédibilité.

Encadré
Soutien financier de la Communauté internationale
à la Corée du Sud, l'Indonésie et la Thaïlande*

Thaïlande

Flottement du baht le 2 juillet 1997

Demande de soutien au FMI le 5 août 1997

Approbation de l'accord de confirmation le 20 août 1997

- F.M.I.	4 mds US\$
- Banque mondiale	1,5 mds US\$
- BASD	1,2 mds US\$
- Bilatéraux	10,5 mds US\$
Total	17,2 mds US\$

Indonésie

Flottement de la roupie le 4 août 1997**

Demande d'intervention du FMI le 4 octobre 1997

Approbation de l'accord de confirmation le 5 novembre 1997

- F.M.I.	10 mds US\$
- Banque mondiale	4,5 mds US\$
- BASD	3,5 mds US\$
- Bilatéraux	17 mds US\$
Total	35 mds US\$

Corée du sud

Abandon de la défense du won à 10900 won/US\$ le 17 novembre 1997

Demande d'intervention du FMI le 21 novembre 1997

Approbation de l'accord de confirmation le 4 décembre 1997

- F.M.I.	21 mds US\$
- Banque mondiale	10 mds US\$
- BASD	4 mds US\$
- Bilatéraux	22 mds US\$
Total	57 mds US\$

ENSEMBLE

- F.M.I.	37,4 mds US\$
- Banque mondiale	16 mds US\$
- BASD	8,7 mds US\$
- Bilatéraux	51,5 mds US\$
Total	109,2 mds US\$

* S'y ajoutent 2,4 milliards accordés par le FMI aux Philippines,

** Dans un premier temps la marge de fluctuation de la roupie avait été élargie de 8 à 12 %.

*** En ce qui concerne la Corée, l'Europe a apporté plus de 5 milliards US\$ (dont 1,25 chacun par l'Allemagne, la France, la Grande Bretagne et l'Italie) au titre des concours bilatéraux. Il conviendrait d'ajouter au soutien de la communauté internationale les 22 milliards US\$ de dettes bancaires rééchelonnées (cf.) le paragraphe « l'impact des plans thaïlandais et coréens présente des aspects positifs ».

De surcroît, le fait que ces programmes ne produisent pas tous les effets immédiats escomptés est normal : c'est la résultante de la profondeur de la crise ; on ne traite pas de la même façon, ni dans les mêmes délais, un rhume ou une pneumonie, surtout quand les malades sont dans la même pièce et n'arrêtent pas de se repasser les microbes.

Au-delà de ces mesures de redressement, les moyens mis à la disposition par la communauté internationale (*cf.* détails en encadré) sont considérables :

- 17,2 milliards US\$ pour Thaïlande,
- 35 milliards US\$ pour l'Indonésie, dont 17 sous forme d'enveloppe complémentaire promise par les donateurs bilatéraux (« *deuxième ligne de défense* »),
- 57 milliards US\$ pour la Corée, dont 22 milliards pour les bilatéraux.

Ils représentent respectivement environ 10 %, 15% et 12% du PIB de chacun des trois pays bénéficiaires (évalué au taux de change de 1996..., c'est-à-dire deux à trois, voire quatre fois plus aujourd'hui). Dans le cas de la Thaïlande, qui bénéficie d'un soutien d'un montant plus limité que les deux autres et pour laquelle une « deuxième ligne de défense » n'avait pas été prévue, la communauté financière internationale, à l'initiative du F.M.I., a annoncé que des financements complémentaires pourraient être envisagés en cas de besoin, via la Facilité de réserve supplémentaire.

Le F.M.I. a également innové dans ses méthodes d'action. Ces concours massifs ont été accordés en assouplissant considérablement les règles puisque les quotes-parts de ces pays s'élèvent à 574 millions US\$ pour la Thaïlande, 1,5 milliard US\$ pour l'Indonésie et 800 millions US\$ pour la Corée du Sud¹⁶. Le Fonds a créé une « facilité de réserve supplémentaire » qui pourra bénéficier à tout pays se heurtant à des difficultés de balance des paiements exceptionnelles du fait d'une perte soudaine de confiance du marché.¹⁷

L'importance de l'effort engagé par la communauté internationale ne réduit en rien la nécessité pour les pays bénéficiaires de mettre en œuvre les plans de redressement élaborés conjointement avec le F.M.I.. Le fait que ces plans ne produisent que des effets immédiats limités devrait conduire ces pays à afficher une volonté encore plus nette de mener à bien les réformes pour rassurer les marchés. C'est la voie choisie désormais clairement par la Thaïlande et la Corée du sud ; on en constate les premiers effets.

Premières leçons de la crise

Il y a aujourd'hui quasiment un accord sur les leçons à tirer de la crise en cours. Pour prévenir une crise de change, les pays doivent :

- adopter une politique de taux de change et de taux d'intérêt suffisamment flexible pour pouvoir s'adapter aux circonstances ;

- équilibrer la politique économique ; autrement dit, ne pas se contenter de gérer de façon prudente les finances publiques (*cf.* les excédents structurels de la Thaïlande ou de la Corée jusque 1996), mais également conduire une politique monétaire prudente (*cf.* la croissance échevelée du crédit dans plusieurs pays au cours des années récentes, les excès monétaires se traduisant par une hausse rapide du prix des actifs) ;

- mieux réguler le secteur financier¹⁸ en durcissant les règles prudentielles, en renforçant les contrôles (fréquence et exhaustivité¹⁹ des inspections, rigueur et compétence des inspecteurs) et en appliquant strictement les règles en cas de dysfonctionnement (notamment fermeture des établissements insolvables) ; parallèlement, l'institution de système de garantie des dépôts permet d'asseoir la confiance des épargnants et d'éviter les phénomènes de panique bancaire ;

- rendre plus transparent le fonctionnement de l'économie, ce qui signifie notamment une amélioration des systèmes comptables et juridiques ainsi qu'une diffusion plus large des informations ; il en résultera une meilleure gestion des entreprises (« *good governance* ») ;

- équilibrer l'ouverture d'un pays aux flux de capitaux, d'une part en privilégiant les flux à long terme, en particulier les investissements directs²⁰, d'autre part en veillant à ce qu'elle se réalise parallèlement à l'amélioration de la régulation du secteur financier et de la transparence du fonctionnement de l'économie. Mandat a d'ailleurs été confié au F.M.I. de promouvoir une ouverture équilibrée et progressive des mouvements de capitaux. Il faudra sans doute qu'il permette d'exercer une surveillance sur l'adéquation du degré et de la nature de l'ouverture des pays aux capitaux étrangers ainsi que d'alerter le pays et la communauté internationale en cas d'affaiblissement de la situation financière extérieure (excès d'endettement en devises à court terme).

Si les deux premiers enseignements relèvent des analyses classiques, en revanche les autres sont plus innovants. Ils reflètent la nouveauté de cette crise : les déséquilibres macro-économiques étaient le plus souvent limités, alors que les faiblesses structurelles étaient généralisées (le meilleur exemple étant celui de la Corée, nonobstant la spécificité de ce pays). D'où l'importance accordée au traitement des problèmes structurels par comparaison avec les plans traditionnels davantage centrés sur le rétablissement des équilibres macro-économiques.

A cet égard, l'exigence de transparence - qui est peut-être la leçon majeure de cette crise - vaut aussi pour les Gouvernements. Il est en effet désormais de notoriété publique que plusieurs pays de la région, et non des moindres, ne diffusaient pas toutes les informations dont ils disposaient. C'était notamment le cas en matière de niveau des réserves de changes, certains masquant notamment les opérations à terme (« *swaps* ») qui amputaient leurs réserves déclarées. D'autres déclaraient des informations

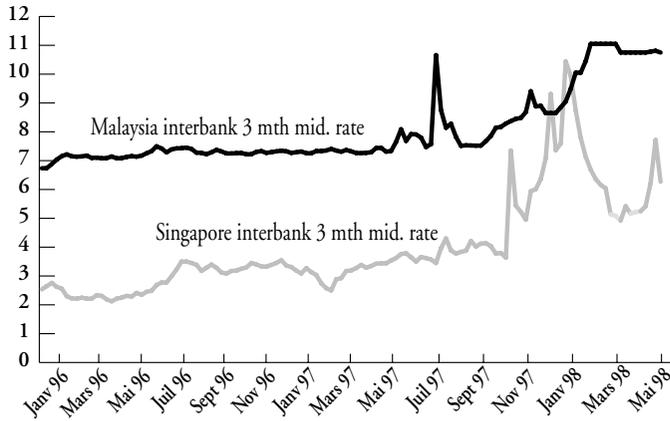
erronées. En matière de dette externe, la situation était encore plus opaque, souvent faute d'informations du côté des autorités elles-mêmes. L'exemple le plus spectaculaire est celui de l'Indonésie dont le montant de la dette externe privée à court terme s'est révélé deux fois plus élevé que les estimations officielles²¹. Si de tels comportements peuvent faire illusion quelques temps, lorsque les opérateurs sur le marché en ont connaissance ou seulement le devinent, voire le suspectent, les réactions sont forcément brutales et le plus souvent excessives. D'où certains des excès constatés depuis l'été dernier, l'effet de contagion signifiant de surcroît que des pays n'ayant pas eu recours à de telles pratiques peuvent néanmoins être pénalisés, les opérateurs généralisant un peu vite leurs jugements négatifs. Ainsi, en Corée, malgré l'annonce par le F.M.I. d'une aide record (57 milliards US\$ au total), la découverte par le marché d'une dette à court terme plus élevée et de réserves officielles plus basses que les autorités ne l'avaient admis auparavant, a entraîné la poursuite de la baisse du won, ce qui a atteint les autres pays par ricochet. Les travaux conduits par le F.M.I. depuis la crise mexicaine pour améliorer la qualité et la diffusion des informations macro-économiques vont s'en trouver accélérés et valorisés. Une quarantaine de pays s'est déjà engagée à respecter les nouvelles normes mises au point par un groupe d'experts (« *Special Data Dissemination Standard* »).

En outre, si les débiteurs doivent faire l'objet d'une plus grande transparence, celle-ci doit conduire les créanciers de leur côté à mieux apprécier les risques de leurs investissements et, en cas de crise, à les associer à leur résolution en supportant une partie du coût. Sinon, se poserait la question de l'aléa moral²². Dans le futur, on peut imaginer que les créanciers privés seront associés plus tôt au traitement des futures crises pour encadrer le comportement des agents privés (à quoi sert-il de prodiguer une aide internationale si les lignes de crédit interbancaire sont coupées ?) et maintenir le crédit international des pays en crise.

En revanche, le projet de surveillance régionale au niveau gouvernemental est sans doute séduisant, mais son efficacité sera limitée. En effet, à l'occasion d'une réunion à Manille en novembre dernier des pays suivants : Australie, Brunei, Chine, Corée, Etats-Unis, Indonésie, Japon, Malaisie, Nouvelle-Zélande, Philippines, Singapour et Thaïlande, auxquels s'étaient joints des représentants de l'Allemagne, de la France, de la Grande Bretagne et de l'Italie, a été adopté le principe d'organiser une surveillance régionale pour compléter le dispositif mondial du F.M.I.. Elle permettra, avec le soutien du F.M.I., de la Banque mondiale et de la Banque asiatique de développement, d'instituer un dialogue entre les Ministres des Finances et les Gouverneurs des banques centrales des pays concernés. Le Bureau régional du F.M.I. récemment ouvert à Tokyo devrait servir de centre à cet exercice. Certes, il est toujours utile de

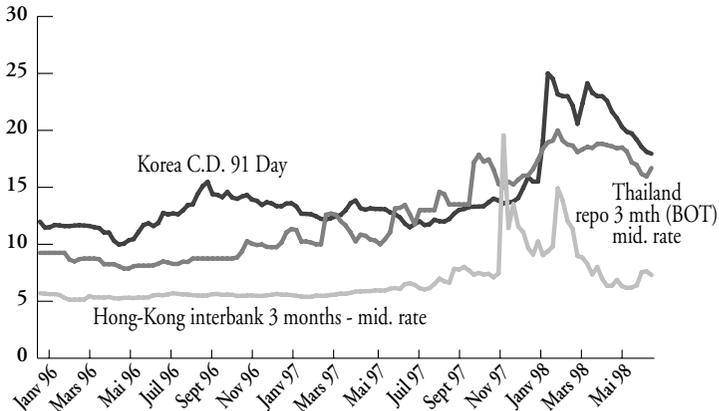
confronter des expériences, mais dans une région du monde où l'on ne doit pas faire perdre la face à ses partenaires, ni leur donner de leçon, la « surveillance » donnera plutôt lieu à un dialogue prudent et feutré. Cela étant, au sein du G7 et de l'Union européenne, de tels échanges sont productifs et, au fur et à mesure du renforcement des liens économiques et financiers dans la région, on peut espérer que la coopération gagnera en intensité.

Graphique n° 6
Taux à 3 mois sur le marché interbancaire en Malaisie
et à Singapour (04/01/96-01/06/98)

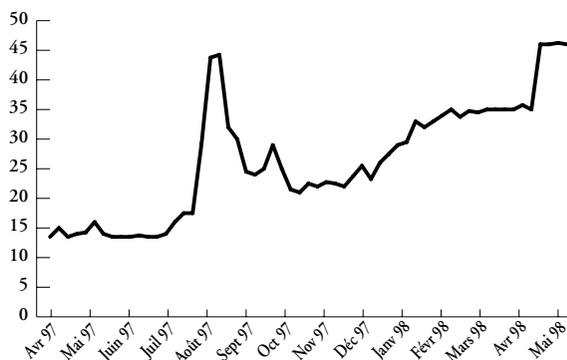


216

Graphique n° 7
Taux à 3 mois sur le marché interbancaire en Thaïlande
et à Hong-kong et taux des certificats de dépôts à 91 jours
en Corée (04/01/96-01/06/98)



Graphique n° 8
Taux à 3 mois sur le marché interbancaire en Indonésie (11/04/97-01/06/98)



De même, une meilleure gestion des entreprises implique également que les autorités n'interfèrent pas indûment avec les règles de marché. Les exemples abondent dans la région de telles interférences qui expliquent une bonne partie des inefficacités des différentes économies : monopoles et cartels (une spécialité indonésienne), droits de douane protecteurs (la liste des pays concernés est plus longue), politique du crédit interventionniste (pour des raisons souvent « industrielles », parfois politiques pour ne pas dire politiciennes).

217

On peut aussi espérer un plus grand intérêt pour l'Asie des grandes agences de notation en ce qui concerne leur appréciation du risque souverain, car leur notation a réservé quelques surprises au cours des années récentes. Ainsi, passer la Corée de la catégorie bon investissement à « *junk* » entre octobre et décembre de l'année dernière était à l'évidence tardif, voire excessif.

Enfin, le rôle préventif du F.M.I. pourrait lui-même s'accroître dans le futur. Il y avait, jusqu'alors, un consensus implicite pour ne pas rendre publiques les conclusions des travaux du F.M.I., ne serait-ce que pour éviter de provoquer une crise en soulignant les faiblesses d'une économie. Mais, en fait, au-delà des rapports, le Fonds prodiguait des conseils discrets et effectuait des missions secrètes. Devant le risque systémique qu'a mis en valeur la crise asiatique, la réticence à rendre publiques les conclusions s'en trouve atténuée, la nécessité de la prévention en sort renforcée. On pourrait imaginer une nouvelle procédure en trois points :

I. Le Conseil d'administration décide de la mise sous surveillance du pays concerné, ce dernier étant invité à prendre des mesures correctrices dans un délai fixé. Cette étape reste confidentielle.

II. En l'absence de réaction dans le mois qui suit, le Directeur Général du F.M.I. demande aux pays amis ou influents d'exercer une pression diplomatique sur le gouvernement du pays considéré.

III. Si cette procédure confidentielle ne donne pas de résultats dans le

délai imparti, le F.M.I. fait publiquement état de ses recommandations.

La première étape, voire la deuxième, pourrait éventuellement être reliée à la surveillance régionale envisagée ci-dessus. Pour renforcer le processus, il conviendrait également d'associer les principaux pays créanciers et les institutions financières privées qui ont également intérêt à la stabilité du système financier international et bénéficient des interventions publiques destinées à la maintenir. C'est d'autant plus nécessaire qu'il est frappant de constater que les investisseurs institutionnels sont sortis plus tôt que les banques comme si, à la lumière des expériences passées, la perspective d'un sauvetage international leur avait fait sous-estimer les risques encourus.

La politique des taux d'intérêt a également fait l'objet de nombreux débats que l'on peut résumer comme suit :

- les partisans de taux d'intérêt très élevés le justifient par la nécessité de stabiliser les taux de change et comme témoignage de la volonté des autorités de s'attaquer de front à la crise de change. Pour eux, on ne peut pas prétendre que cette arme a été inefficace parce qu'elle n'a pas été utilisée, à l'inverse des pays où le change s'est redressé (maximum de 20 à 25 %, contre des taux dépassant 40 % au Brésil). Et si la hausse des taux d'intérêt pèse sur la situation des banques et des entreprises, c'est bien pire d'un taux de change durablement dégradé²³ (puisque c'est la dette en capital qui se trouve, instantanément et intégralement, gonflée par la dépréciation de la devise locale) ;

- les opposants à une utilisation agressive des taux d'intérêt avancent deux arguments principaux : lorsque, d'une part, l'effet de contagion provoque les dévaluations, d'autre part, les investisseurs internationaux ont décidé de réduire leur exposition sur un pays ou une région, une action d'origine interne est forcément inefficace. Et quand le facteur politique s'en mêle, rien ne peut y faire.

Sans prétendre trancher ce débat, on peut constater que :

- les pays dont la devise s'est fortement dépréciée sont ceux dont la situation était particulièrement détériorée, l'arme des taux y ayant été utilisée de façon modérée²⁴ ; de surcroît, dans certains cas, si les taux d'intérêt étaient augmentés, ce relèvement était accompagné de commentaires selon lesquels il faudrait les redescendre le plus vite possible ;

- ceux pour lesquels la dépréciation est limitée ne connaissent pas de déséquilibres majeurs ; ils n'ont pas voulu maintenir à tout prix leur taux de change - craignant de voir leur compétitivité reculer trop fortement - et n'ont pas poussé très loin les taux d'intérêt (Taïwan et Singapour) ;

- ceux qui ont pu conserver inchangée leur parité avaient également bien géré leurs équilibres internes et externes et, de surcroît, manié les taux d'intérêt de façon très agressive (Hong-kong).

Il est difficile de classer ici la Chine ou le Vietnam puisque la première bénéficie d'une bonne situation macro-économique et du contrôle des

changes et que le second a pu limiter l'ampleur de la dévaluation grâce à une réglementation très contraignante.

Ce constat tend à valider la thèse du F.M.I. selon laquelle l'utilisation des taux d'intérêt constitue à court terme une condition nécessaire de la stabilisation du taux de change, sans qu'elle soit suffisante, bien sûr.

L'impact des plans thaïlandais et coréen présente des aspects positifs
De premiers résultats favorables pour la Thaïlande

Le nouveau Gouvernement de M. Chuan Leekpai conduit une politique volontariste, symbolisée par la fermeture de 56 des 58 compagnies financières et le transfert de leurs actifs sains vers une nouvelle banque publique (Radhanasin). En outre, 3 banques privées sous tutelle (outre la Bangkok Bank of Commerce depuis 1996) ont vocation à être « privatisées ». Les nouvelles règles prudentielles²⁵ et capitalistiques en cours de préparation et alignées sur les normes internationales, se traduisent progressivement par la présentation de plans de recapitalisation massifs de l'ensemble des institutions financières. La politique monétaire est relativement restrictive avec des taux d'intérêt qui restent relativement élevés, nonobstant la crise de liquidité en cours. Pour aider les entreprises exportatrices à y faire face, des institutions financières étrangères accorderont des prêts via des institutions locales spécialisées. On voit déjà les premiers effets de cette politique.

Sur le « front » extérieur, les exportations redémarrent (+3 % en tendance en US\$) et les paiements courants sont redevenus excédentaires (800 millions US\$ en moyenne mensuelle), les importations s'étant effondrées (-15% en 1997). Ce mouvement tend à s'accroître : l'excédent courant s'est élevé à 1,4 milliard US\$ en mars et 1,8 en avril. De 8 % en 1996, le déficit de la balance des paiements est tombé à 2,2 % l'an dernier, soit mieux que l'objectif du F.M.I.. Mais la baisse des importations a des effets pervers : la réduction des achats de biens intermédiaires - les entreprises ne pouvant financer de tels achats - risque de ralentir la production, donc les exportations. Pour l'année qui commence, l'excédent courant pourrait dépasser 8 milliards US\$ et atteindre 7 % du PIB, mais plutôt du fait du ralentissement des importations, car les dernières prévisions du F.M.I. tablent sur une quasi-stabilité des exportations au lieu des 6 % de croissance envisagés initialement. Il est indispensable que le solde extérieur soit substantiel pour compenser la tendance au désengagement des banques étrangères qui pèse sur les flux de capitaux, les investissements directs étant encore limités. Traduction concrète de cette amélioration, le baht s'est nettement redressé, repassant un temps en dessous de 40 bahts pour 1 US\$ alors qu'il avait atteint 55,5 bahts pour un US\$ le 12 janvier 1998 et la bourse a regagné un tiers par rapport à son point le plus bas. Mais les mauvaises nouvelles du mois de mai (chute de M. Suharto, approfondissement de la récession dans la région, désengage-

ment des banques étrangères, faiblesse du yen, etc.) ont joué à la baisse ces derniers temps.

Encadré

Thaïlande : le plan du F.M.I.

- **Sa nature** : un accord de confirmation de 34 mois, autorisant des tirages à hauteur de 3,9 Mds de US\$, soit 505 % de la quote-part de la Thaïlande au F.M.I. ; 1,6 Mds de US\$ étaient disponibles immédiatement, puis 810 millions de US\$ ont été décaissés après la revue de la première tranche le 8 décembre 1997 par le Conseil d'administration du F.M.I..

- **Sa conditionnalité est stricte** : les tirages trimestriels sont subordonnés au respect des critères fixés lors de l'accord avec le F.M.I.. Les sommes avancées serviront exclusivement à la reconstitution des réserves de change et à combler le déficit de la balance des paiements courants, à l'exclusion de toute mesure de renflouement du secteur financier. Les accords bilatéraux qui le complètent sont eux aussi soumis aux mêmes conditions.

- **Les accords bilatéraux** permettent d'obtenir des soutiens complémentaires : Japon (4Mds de US\$), Australie, Brunei, Chine, Hong Kong, Malaisie et Singapour (1Md chacun), Indonésie et Corée (500 millions de US\$ chacun), Banque Mondiale (1,5 Mds), Banque Asiatique de Développement (1,2 Md). La Thaïlande a cependant indiqué ultérieurement qu'elle n'utiliserait probablement pas les lignes de crédit de la Malaisie, de l'Indonésie et de la Corée.

- **Les objectifs macroéconomique sont contraignants** :

- créer les conditions d'une croissance de 2,5 % en 1997 et 3,5 % en 1998 (révisés en décembre à 0,6 et 0-1 %) ;
- (réduire le taux d'inflation à 4-5 % après une montée initiale jusqu'à 9-10 % ;
- réduire le déficit courant à 3% du PIB environ ;
- reconstituer les réserves de change à hauteur de 23 Mds de US\$ fin 1997 et 30 Mds en 1998 ;
- ramener le déficit budgétaire à 1,5 % du P.I.B.

Mais ces critères peuvent évoluer dans le temps. Ainsi, le F.M.I. avait initialement réclamé un surplus budgétaire de 1 % du P.I.B. Ce critère a été assoupli ultérieurement pour tenir compte de l'évolution de la situation économique thaïlandaise. La quatrième lettre d'intention du mois de mai a porté le déficit prévisionnel à 3 %. Une partie de l'accroissement des dépenses sera affectée au financement de dépenses sociales. De même, l'objectif d'inflation a été revu à la hausse (10,5 %).

- **Les engagements du gouvernement thaïlandais** : restructurer le système financier, de manière à prévenir le risque systémique, restaurer un surplus des finances publiques, rendre transparent le coût de la restructuration financière, améliorer la gouvernance dans le secteur privé et public, y compris par des privatisations*.

- Son remboursement devra être effectué dans un délai compris entre 3 ans et 3 mois et 5 ans après chaque tirage.

* Comme pour certains critères, les exigences du F.M.I. en matière de privatisation de Thai Airways et Thai International ont été réduites (suppression des délais) en mai devant l'hostilité des syndicats et de certains experts.

Mais des interrogations subsistent sur les ajustements de l'économie réelle. Ils seront d'abord coûteux en terme d'activité puisque le PIB devrait reculer de plus de 4 % cette année. La faiblesse de l'inflation actuelle (+ 5,6 % en moyenne en 1997 et + 8,5 % en glissement en janvier) malgré la forte dévaluation du taux de change reflète l'écrasement de la demande provoqué tant par la montée des taux d'intérêt que par la crise de liquidité qui contraint les entreprises à sacrifier les prix pour maintenir leur activité ou tout au moins pour limiter son recul ; plus inquiétante est la vitesse à laquelle peut être assaini et recapitalisé le secteur bancaire. Certes, la plupart des mesures préalables réclamées par les institutions multilatérales ont désormais été prises²⁶ et les grandes banques - notamment les deux premières : Bangkok Bank et Thai Farmers Bank - ont commencé à solliciter le marché pour consolider leurs fonds propres et faire face à l'assainissement des créances douteuses. Mais on n'a pas fini de voir se découvrir l'ampleur de ces créances douteuses. Or, si cherchant un point de comparaison, l'on se réfère au Mexique, les créances douteuses atteignaient 40 % du total de l'encours des crédits ou 16 % du PIB. Si l'on extrapole ces données en tenant compte du niveau élevé du ratio crédit à l'économie sur PIB, un ratio de créances douteuses de 40 % signifierait, selon Goldman Sachs, qu'elles représentent 60 % du PIB. Autrement dit, c'est une injection massive de capitaux publics thaïlandais et privés étrangers qui est nécessaire. Si l'état des finances publiques permet à l'Etat de faire un effort important, mais pas forcément suffisant, la limitation à 10 ans de la détention par des étrangers de 100 % du capital d'une société thaïlandaise risque de démotiver de nombreux investisseurs potentiels.

La nouvelle équipe arrivée au pouvoir à la fin de l'année dernière est jugée efficace et compétente, ce qui lui permet de recueillir l'adhésion de la population. Il est frappant de constater que non seulement une nouvelle constitution a été adoptée, mais également que, contrairement à l'Indonésie, il n'y a pas de manifestations massives. On peut bien sûr regretter le retard pris dans l'examen de la « loi sur les faillites » et encore plus que le texte ne traite que de l'organisation de la protection des entreprises en difficulté contre ses créanciers à l'image de la procédure américaine dite du « chapitre 11 ». Il faudra encore attendre plusieurs mois avant qu'une loi traitant véritablement de la faillite, c'est-à-dire organisant la liquidation de sociétés définitivement insolubles, soit présentée. Or, c'est notamment indispensable pour faciliter la vente des actifs des sociétés financières fermées par les autorités.

Il n'est pas sûr que le redémarrage de l'extérieur soit suffisamment rapide pour remuscler les entreprises et leur donner la possibilité d'honorer leurs dettes²⁷ ; il faudrait que la remontée du baht se poursuive pour faciliter ce processus et que les banques étrangères continuent de

renouveler leurs lignes de crédit en nombre suffisant. En tout état de cause, l'apurement du passé coûtera cher aux contribuables thaïlandais, car les autorités ont injecté plus de 1 000 Mds de bahts l'an dernier pour éviter que l'ensemble du système bancaire ne s'effondre. Or, en ce qui concerne les 56 sociétés financières fermées, il est déjà clair que leurs actifs ne valent pas aujourd'hui la moitié de leur valeur comptable.

Lueurs d'espoir en Corée

La réponse aux trois crises - monétaire externe, bancaire et structurelle - que ce pays connaît depuis plusieurs mois est très variable. Si la crise monétaire paraît en passe d'être réglée, en revanche, la crise bancaire reste à traiter et la crise de l'économie réelle est encore à venir. Si les problèmes subsistent, l'espoir renaît.

La période de crise monétaire aiguë est passée

Les avancées de la fin d'année, avec les versements du F.M.I., de la Banque Mondiale et de la Banque Asiatique de Développement et le gel provisoire des encours bancaires organisé en urgence par les autorités financières des grands pays occidentaux (juste avant les échéances de décembre...) dans l'attente d'un accord sur le renouvellement des lignes de crédit interbancaires avec les banques étrangères, la banque centrale accordant une garantie de passif sur les banques locales, ont mis fin à la panique qui régnait sur les marchés.

Traduction d'un début de retour à la confiance des prêteurs étrangers, 134 banques internationales ont effectivement accepté de renouveler des crédits aux banques coréennes pour un montant de 21,8 milliards US\$ (sur un total de 22,6 potentiellement concernés, soit un taux de succès de 95 %). Sont prolongés d'un an : 3,8 milliards, de deux ans : 9,8 milliards et de trois ans : 8,3 milliards. La dette à court terme ne représentait plus fin janvier que 28 % des 151,2 milliards US\$ dûs par la Corée (estimation fin janvier). Et le won s'est redressé.

Les difficultés du secteur bancaire restent à traiter

Sur le secteur bancaire, on dispose de peu d'éléments précis. Les premières informations parues dans la presse montrent qu'aucune des cinq grandes banques ne respectait le ratio de solvabilité (ratio Cooke) fin mars, la situation nette de la Korea First Bank étant négative et celle de la Séoul Bank faiblement positive. Sur les 18 banques d'affaires dont l'activité avait été suspendue, quatorze ont été fermées ou vont l'être. Deux banques ont été nationalisées. Les normes prudentielles ont été renforcées et la supervision du secteur bancaire va être réorganisée entre les mains d'une agence indépendante récemment créée et placée auprès

du Premier Ministre. L'ouverture de ce secteur aux investisseurs étrangers tant en ce qui concerne les activités bancaires que sur titres devrait faciliter la recapitalisation du système bancaire.

A ce stade, cependant, certaines évolutions se manifestent dans le secteur bancaire. Du côté de la clientèle, une sélection commence à s'opérer entre les « mauvaises banques » et les « bonnes ». Les banques elles-mêmes, confrontées à la perspective de devoir respecter dans des délais rapprochés les critères de la Banque des Règlements Internationaux réduisent leurs crédits. Toutefois, si les lignes sont coupées aux entre-prises petites et moyennes, les banques continuent à prêter aux plus grosses, qui ne sont pas forcément dans la meilleure situation. Le nouveau sauvetage en mai du dixième *chaebol*, *Andah*, a été largement critiqué par les observateurs comme traduisant le manque de volonté des autorités de faire le ménage. Encore ne faudrait-il pas jeter le bébé avec l'eau du bain, c'est-à-dire par la même occasion mettre en faillite plusieurs banques au risque de menacer l'ensemble du système bancaire.

L'économie réelle est fortement touchée

Le rationnement du crédit signifie une augmentation du nombre des faillites. La politique suivie actuellement consiste à mettre, par le niveau élevé des taux d'intérêt, la pression sur le système bancaire, et, à travers lui, sur les entreprises²⁸, afin que celles-ci modifient leur fonctionnement et leur mode de financement traditionnels. Il ne faudrait pas pour autant que les entreprises exportatrices se voient couper l'accès au financement. Depuis le début de l'année, la production industrielle recule à un rythme de l'ordre de 10 % et les importations de biens d'équipement de moitié ; les faillites, qui s'élevaient en moyenne à 500 par mois environ avant la crise, se comptent maintenant en milliers chaque mois. Au cours du premier trimestre de cette année, le PIB a reculé de 3,8 % et la consommation de 10,3 %, l'investissement industriel s'étant effondré : - 41 %. Le chômage progresse rapidement et atteignait déjà 6,7 % fin avril (1,4 millions de chômeurs) de la population active contre 2,1 % en octobre dernier, ce qui signifie que les 10 % risquent d'être touchés d'ici la fin de l'année.

Le principal espoir est placé dans le comportement du secteur externe : depuis décembre, on assiste à une amélioration rapide de la balance commerciale. La croissance en volume des exportations a atteint 27,3 % au premier trimestre alors que les importations se sont repliées de 25 %. Selon les prévisions de la Banque centrale, l'excédent commercial pourrait atteindre 23 milliards de dollars et l'excédent courant 20 milliards, en 1998²⁹. Les réserves de change dépassaient 31 milliards US\$ mi-mai (un peu plus de la moitié de la dette à court terme). La dégradation des finances publiques devrait être limitée ; malgré les hausses d'impôts, le

budget de l'Etat devrait être déficitaire en 1998 de l'ordre de 1 % du PIB.

Encore faudrait-il que la baisse du yen n'ait pas pour conséquence d'annuler les effets de la baisse du won. Or, si le yen valait 13,9 wons fin janvier de cette année, il est retombé à 10,1 fin mai ; cette rechute de près de 30 % signifie une remontée du won d'autant. Si l'on tient compte du fait que les entreprises coréennes subissent des taux d'intérêt élevés et connaissent une augmentation de leurs autres coûts du fait de l'inflation, le gain de compétitivité obtenu l'an dernier se trouve fortement amputé. Si le yen baissait encore de 10 % (par rapport à fin mai), l'économie coréenne se retrouverait sans doute soumise à une très forte pression de la part de son concurrent le plus proche. On peut donc s'inquiéter d'une reprise des dévaluations compétitives dans la région si la situation ne se stabilise pas suffisamment vite.

Graphique n°9
Taux de change yen vs. new Taiwan dollar et yen vs. won



224

base 100 au 01/01/97

Source : datastream

La crise qu'expérimente la Corée a certes remis en cause le modèle de développement endogène qui avait fait le succès de ce pays, mais n'a pas détruit la base industrielle qui a été construite durant les trente dernières années. La Corée demeure une puissance économique avec des avantages sectoriels forts, que la dévaluation de sa monnaie devrait renforcer, comme le secteur automobile, les aciéries ou les chantiers navals, à condition que le modèle coréen évolue.

Réformer le modèle de développement coréen, d'abord les chaebols

Réformer la Corée signifie notamment modifier le mode de gestion des *chaebols*. Les nouveaux principes sont connus : interdiction des

garanties croisées, obligation de consolider les comptes, accroissement des pouvoirs des conseils d'administration, renforcement du droit de la concurrence et des pouvoirs de commission de la concurrence. Ce qui sera plus difficile à faire évoluer, en revanche, c'est la mentalité des dirigeants des grands groupes, habitués à gérer seuls leurs entreprises. Quant à la nécessité de réduire l'endettement en accroissant les fonds propres, il suppose des cessions d'actifs peu conformes à leurs habitudes.

Cela étant, le contexte politique est enfin clarifié avec l'élection de Kim Dae Jung. N'ayant aucun lien avec les *chaebols*, il est bien placé pour leur imposer des réformes. Il a déjà commencé à imprimer une véritable direction à la nation et expliquer à la population la nature exacte des problèmes auxquels elle est confrontée. Les réformes doivent être rapides et intensives, car la lune de miel passée, il est plus difficile de prendre des mesures douloureuses.

Du côté des *chaebols*, on voit de premiers progrès. Ainsi, la vente par Hyundai de sa filiale américaine « Symbios Logic » (achetée en 1995 et profitable) pour 775 millions US\$, la cession de la division engins de terrassement de Samsung à Volvo et la décision de Hyundai de reporter la construction d'une usine de semi-conducteurs en Ecosse sont encourageants. Mais ce ne sont là que des « zakouskis », des désengagements et fusions majeurs étant attendus afin de restructurer et de spécialiser les *chaebols*. La reprise de la division automobile de Ssangyong par Daewoo va dans le bon sens (moyennant un moratoire de 10 ans pour les 1,6 Mds US\$ dus aux banques sud-coréennes) de même que les discussions de Samsung avec Ford pour coopérer dans le secteur automobile. On est loin de la restructuration en profondeur avec concentration sur quelques pôles de compétence, nécessaire non seulement au plan industriel, mais également financier. Cela étant, dans les groupes moins grands, sans doute soumis à une pression financière plus forte, les opérations se développent. La Chambre de commerce et d'industrie de Corée a déjà recensé plus de 300 offres d'actifs depuis qu'elle a ouvert un département « fusions et acquisitions » en avril.

En effet, quand on connaît le niveau d'endettement des entreprises coréennes, y compris les *chaebols*, à savoir plusieurs fois leurs fonds propres, le rétablissement de leur situation financière nécessite également des désengagements massifs. C'est difficile à mettre en place techniquement - comme dans tout autre pays - et les spécificités locales le rendent plus difficile, en particulier l'écheveau complexe de garanties accordées entre filiales d'un groupe, qui dépassent parfois la valeur des actifs (avant imputation des dettes...). S'y ajoutent, bien sûr, les réticences à voir partir le patrimoine national sous contrôle étranger. Quant aux groupes en faillite ou qui sont sous protection judiciaire, voire nationalisés, on voit peu de progrès. Toutefois, la volonté de

réforme de la nouvelle équipe dirigeante est claire, le Président Kim Dae Jung ayant même appelé à la liquidation immédiate des *chaebols* en faillite, notamment le groupe Kia qui fait l'objet d'un appel d'offres international.

L'un des problèmes les plus difficiles à résoudre sera celui de la réforme du droit du travail, en particulier du licenciement, méthode jusque-là quasiment exclue en Corée où le modèle social hérité de la période de prospérité est très rigide. Le texte adopté en début d'année ne répond sans doute que partiellement aux exigences du moment. Parallèlement, le système d'indemnisation du chômage, embryonnaire, a été renforcé pour essayer de rendre plus supportables les réformes en cours et leurs conséquences sociales dramatiques. Les licenciements massifs prévus par certains *chaebols* risquent néanmoins de poser problème au cours des prochains mois.

Le programme du F.M.I. a des chances sérieuses de réussir en Corée. Le problème majeur de ce pays est le surinvestissement des *chaebols* et leur insuffisante rentabilité. Or, si le durcissement de la politique monétaire et de la gestion du secteur bancaire devrait obliger les *chaebols* à se réformer en pesant sur la demande interne, la dévaluation massive du won devrait permettre d'écouler une grande partie des excédents de production à l'extérieur à des prix plus bas en dollar, mais relativement élevés en wons. A condition que la récession n'assèche pas trop sévèrement le tissu économique, que des mesures de redressement soient prises pour le long terme, que l'assainissement du secteur bancaire soit bien conduit en parallèle et que la nouvelle équipe sache gérer la dimension politico-sociale, la Corée devrait repartir bientôt sur la voie de la croissance.

Il est vrai qu'il est plus facile d'externaliser les conséquences d'un surinvestissement industriel que de vendre à des étrangers des mètres carrés de bureaux ou de logements inoccupés.

LES PERSPECTIVES RESTENT TRES INCERTAINES

Sans prétendre prédire l'avenir, on peut au moins tenter d'éclairer les risques. De ce point de vue, la crise n'a pas fini de produire ses effets dans la région, ne serait-ce que parce que la persistance de l'incertitude indonésienne fait peser une menace sur ses voisins de nature à relancer une spirale infernale. Or, l'un des buts de l'intervention du F.M.I., c'est de rétablir la confiance pour que les crédits extérieurs soient renouvelés (à tout le moins, en partie) et, dans les cas les plus difficiles, pour que la renégociation de la dette soit possible³⁰. Mais il existe aussi des problèmes techniques dont la résolution va demander du temps, en particulier l'assainissement du secteur financier comme on l'a déjà vu ci-dessus ; l'exercice sera particulièrement difficile dans des pays comme la Malaisie

où le traitement de la bulle immobilière n'a pas vraiment commencé. Or, le développement débridé du crédit au cours des dernières années signifie que le provisionnement et l'apurement des créances douteuses nécessiteront un effort très lourd des institutions financières ou plutôt, vu leur situation financière, leur restructuration. Enfin, la politique de taux d'intérêt élevés pour soutenir les différentes devises rendra insupportable le poids de la dette pour nombre d'entreprises. De façon générale, la nature même de la crise asiatique la rend plus difficile à maîtriser que celle du Mexique en 1994/95 : au lieu d'un problème de refinancement de la dette à court terme d'un Etat souverain, on fait face à l'insolvabilité d'un grand nombre d'emprunteurs privés qui menace de surcroît le secteur bancaire. D'où la difficulté d'intervenir rapidement alors qu'il s'agit d'un problème structurel relevant de solutions de long terme ; même si les interventions répétées de la communauté internationale sous l'égide du F.M.I. ont réussi à cantonner la crise, il faudra du temps avant que l'ensemble des problèmes soit vraiment traité.

Dans ce paysage assez sombre, la bonne surprise vient du côté chinois : la Chine apparaît aujourd'hui comme un pôle de stabilité que les autorités chinoises déclarent vouloir préserver. C'est en quelque sorte un rempart contre une extension de la crise aux marchés financiers internationaux dont la sensibilité aux évolutions de l'ensemble chinois, en particulier à celles de la place de Hong-kong, est apparue à l'automne dernier. L'impact sur l'économie mondiale, s'il est inévitable, paraît être d'une ampleur limitée, sauf peut-être pour le Japon dont l'économie est déjà bien faible.

227

La crise n'a pas fini de produire ses effets dans la région même

L'incertitude indonésienne pèse sur le rétablissement de la région

La stabilisation de la situation en Asie dépend d'abord de l'évolution en Indonésie. Or, dans ce pays, la réussite des plans de redressement nécessite plus que jamais le retour de la confiance politique, seule à même de permettre au pays de repartir sur des bases saines, notamment à la roupie de revenir à un niveau supportable. Les problèmes d'approvisionnement³¹ et de rationnement par les prix (c'est leur envolée qui a constitué l'étincelle de la plupart des émeutes récentes), l'expansion effrénée des agrégats monétaires et les tendances à l'hyper-inflation, la quasi faillite du secteur bancaire ainsi que la montée dramatique du chômage³² et la paupérisation d'une bonne partie de la population ne peuvent que conduire à des pronostics inquiets sur l'évolution politique et sociale de ce pays.

Dans un premier temps, la réélection de M. Suharto avait signifié le maintien du « système » en place. Alors que plusieurs Ministres techno-

crates avaient quitté le Gouvernement, le suivant avait accueilli non seulement M. Bob Hassan, son partenaire de golf, « *tycoon* » bien connu qui dirige l'ex-cartel d'exportation de contreplaqué (dont la dissolution à la demande du F.M.I. n'avait pas supprimé toute activité...) comme Ministre de l'Industrie et du Commerce, mais également sa fille aînée en tant que Ministre du travail. Quand on sait l'âpreté des discussions entre les services du F.M.I. et les autorités indonésiennes sur les réformes structurelles, tant lors de la négociation du premier accord en novembre que de celle du second en janvier, on ne pouvait qu'être inquiet de ce pied de nez de M. Suharto à la communauté internationale, à tout le moins en ce qui concernait les réformes structurelles. Il fallait être optimiste pour interpréter ces nominations comme permettant au Président de « sauver la face », donc de mettre désormais en œuvre les mesures dont ni lui, ni son entourage ne voulaient jusqu'alors. Au plan économique, les premières émeutes contre la population d'origine chinoise s'étaient traduites par une fuite de capitaux - qui contribue à expliquer la chute de la roupie.

Alors que le Président avait incarné pendant trois décennies le développement - d'où le surnom qui lui a souvent été donné de « père du développement » (*Bapak Pembangunan*)³³ -, la stabilité et l'unité du pays, son mode de gouvernement était devenu un frein au rétablissement de la confiance internationale. L'inquiétude allait au-delà du sort de l'Indonésie : si la poudrière indonésienne venait à exploser, vu sa taille, ce serait toute la région qui serait touchée, non seulement au plan économique et financier, mais également en termes politiques, la terreur des voisins étant notamment de voir s'enfler les flux de réfugiés sur leurs côtes (Singapour et Malaisie bien sûr, mais aussi l'Australie, voire plus loin). Les événements des derniers mois en Malaisie - déjà quelques dizaines de milliers de réfugiés et des incidents divers dans les camps - confirment le sérieux de cette menace.

La démission de M. Suharto au profit de son Vice-Président, M. Habibie, au terme d'événements dramatiques (enlèvement et torture de leaders étudiants, mort de six étudiants tombés sous les balles de la police le 12 mai lors d'une manifestation à la prestigieuse université Trisakti, émeutes et pillages dans la capitale qui se sont traduits par des centaines de morts dans l'incendie de magasins et centres commerciaux, etc.) ne règle pas les problèmes ; elle a seulement permis de faire baisser la tension. Mais il ne faut pas oublier que la nomination de M. Habibie à la Vice-Présidence avait fait l'objet de délicates tractations en Indonésie même et contribué à faire plonger la roupie en début d'année.

La nomination d'un Gouvernement où des technocrates réputés obtiennent des postes importants, notamment certains qui avaient appelé au départ de M. Suharto, permettent d'espérer des changements.

L'annonce d'élections prochaines, l'engagement de limiter à deux le nombre de mandats présidentiels, la libération de prisonniers politiques, la mise à l'écart de M. Prabowo - gendre de M. Suharto, chef des forces opérationnelles et souvent accusé d'avoir été à l'origine des mesures de répression brutales de ces derniers mois - la suppression de l'interdiction des syndicats autonomes, sont une révolution dans ce pays qui a vécu trois décennies sous la férule d'un dictateur souriant, mais ferme et brutal. Il reste à trouver un nouvel équilibre entre les principales forces politiques (l'armée qui reste incontournable, les milieux islamistes et les technocrates, les milieux d'affaires étant, au moins provisoirement, affaiblis) pour que le pays soit effectivement gouvernable. Phénomène révélateur de l'incertitude politique, des représentants du F.M.I. ont pris contact avec des représentants de l'opposition, dont l'un récemment libéré de prison, lorsqu'ils sont retournés à Djakarta après la prise de fonction de M. Habibie. Il est vrai que le Directeur Général du Fonds avait insisté sur la nécessité d'un retour de la stabilité politique pour qu'un programme de redressement puisse être engagé dans de bonnes conditions. C'est aussi une façon d'indiquer que M. Habibie pourrait n'être qu'un « pape de transition ».

Au-delà des aspects politiques, la situation de l'Indonésie reste très difficile à traiter techniquement. D'abord, la récession va être beaucoup plus dure que prévue : le PIB devrait reculer de plus de 10 % cette année. L'inflation pourrait atteindre 100 %. La restructuration du secteur bancaire sera lourde, complexe et coûteuse à mettre en œuvre (le système bancaire est au bord de la rupture) et celle de la dette externe privée sera encore plus délicate à conduire, ne serait-ce que par la multiplicité d'acteurs concernés et le niveau destructeur du taux de change. Sur ce dernier point, il est clair que des progrès majeurs au plan macro-économique, s'ils débouchaient sur une remontée de la roupie, permettraient également de progresser dans la solution aux problèmes de dette, peut-être de façon décisive.

En outre, la chute de M. Suharto se traduit par des difficultés pour les entreprises contrôlées par sa famille et ses amis, qui peuvent perturber l'ensemble de l'économie indonésienne. Ainsi la première banque privée du pays, contrôlée par deux de ses fils (à 30 %) et M. Lim Sio Liong (à 70 %), voit ses dépôts s'effondrer au point que les autorités envisageaient sa nationalisation fin mai. L'enjeu est d'autant plus important que cette banque fait partie du premier groupe privé indonésien, le Groupe SALIM, dont il assure le financement. De surcroît, plusieurs des activités industrielles de ce groupe risquent de se trouver en difficulté, le nouveau Gouvernement entendant mettre en cause certains accords exorbitants qui leur assuraient une rentabilité élevée.

Des déséquilibres internes longs à résorber : le cas de la bulle immobilière en Malaisie

Si la situation des pays sous programme F.M.I. est loin d'être stabilisée, la crise n'a pas non plus fini de se développer dans les pays qui ont pu éviter d'avoir recours au F.M.I.. Il en va ainsi de la Malaisie - qui a pourtant déjà souffert : baisse de 30 % du ringgit par rapport à juillet 1997 (- 48 % au plus bas en janvier de cette année) et de la Bourse de 45 % par rapport à son plus haut en février 1997. En effet, l'offre immobilière continue de s'enfler avec l'achèvement de nombreux grands projets qui viennent s'ajouter à ceux sortis récemment dont l'occupation n'est pas assurée. C'est par exemple le cas des méga-tours jumelles de Petronas à Kuala Lumpur, qui sont les plus hautes du monde avec 88 étages. Offrant depuis l'été 1997 près d'un million de mètres carrés de bureaux à elles deux et la moitié en commerce, la première a été affectée à l'un de ses propriétaires (Petronas précisément), mais la seconde n'est même pas à moitié occupée. Et si tous les projets en cours sont achevés d'ici fin 1999, l'offre de bureaux dans Kuala Lumpur et la « *Klang Valley* » augmentera encore de moitié et les surfaces de commerce et d'immeubles d'habitation doubleront quasiment. Même si la construction d'une partie peut encore être reportée ou plutôt retardée, il n'empêche que le taux de vacance, qui est passé de 5 à 10 % entre 1996 et 1997, va croître rapidement pour dépasser 15 % cette année et vraisemblablement 30 % à la fin de l'année prochaine. L'économie réelle souffre d'une récession ne laissant aucun espoir de voir la demande de mètres carrés augmenter rapidement, et cela quel que soit l'usage. Premier signe en ce sens, le PIB a reculé de 1,8 % au premier trimestre de cette année contre encore + 6,9 % au quatrième trimestre de 1997 (- 2,4 % et +10,9 % respectivement pour la production industrielle)

230

Le système bancaire malaisien peut être considéré encore relativement solide. Selon la Bank Negara Malaysia, les créances douteuses des banques malaisiennes (ne) représentaient (que) 6,5 % de leurs encours en décembre 1997. C'est néanmoins une progression rapide puisque ce ratio était de 3,6 % en juin 1997, étant précisé que la définition a été durcie entre temps³⁴. Pour les sociétés financières seules, ces ratios étaient de 4,3 % fin juin, 9,9 % fin décembre et 13,3 % en février de cette année. La couverture des créances douteuses par des provisions est tombée de 72,6 % fin juin à 43,7 % fin décembre. Bien que cette dégradation ne soit pas achevée, elle doit quand même être relativisée, d'une part parce que le ratio de solvabilité (BRI) s'élevait encore à 10,8 % en décembre dernier, d'autre part parce que ce pays a su faire face à une situation beaucoup plus dégradée au milieu des années 1980 ; le ratio des créances douteuses atteignait alors un tiers des encours. Mais les estimations du ratio créances douteuses / encours

de crédit pourraient passer de 10 à 30 % d'ici à deux ans selon les analystes.

Si les autorités malaisiennes ont la réputation d'avoir plutôt bien contrôlé les établissements financiers malaisiens, les difficultés actuelles ont déjà révélé quelques insuffisances dans le contrôle effectif et se sont traduites par des pertes³⁵. D'ailleurs qui, sinon les banques malaisiennes, a financé le boum immobilier et dans des conditions sans doute plus laxistes³⁶ qu'il n'y paraît (ce que laisse deviner à lui seul le fait que les crédits à l'économie ont progressé de plus de 24 % en moyenne annuelle de 1994 à 1997 et représentaient 170 % du PIB) ? Ainsi, le groupe Sime Darby vient de révéler qu'il avait réalisé une perte de 1,1 milliard du fait d'une perte de 1,8 milliard de sa filiale Sime Bank (sixième banque malaisienne). Achetée il y a deux ans par Sime Darby (elle s'appelait alors UMBC), elle s'était lancée dans une croissance débridée (augmentation des crédits de 66 % le premier exercice) en se finançant sur le marché interbancaire et en soutenant des groupes en difficulté sans respecter les ratios prudentiels et sans grande capacité technique en matière d'analyse de risque. La situation aurait été pire dans la filiale maison de titres de la banque, Sime Securities, octroyant des crédits considérables pour les investisseurs en bourse sans respecter les limites qui lui étaient fixées malgré les instructions données l'an dernier par la Banque centrale aux banques de réduire leurs engagements. De façon plus générale, quand, dans un pays, l'achat d'actions à crédit est une pratique généralisée et la capitalisation boursière tombe de 3 fois le PIB (fin 1996) à moitié moins un an plus tard, il y a forcément un impact sur la situation financière des investisseurs qui ont emprunté pour acquérir leurs titres ainsi que sur celle de ceux qui les ont financés. Au total, les engagements sur l'immobilier et les achats d'actions représentaient près de 40 % des encours des banques malaisiennes fin 1997.

Sans en conclure à un risque systémique, on peut craindre une forte dégradation de la situation du système bancaire malaisien au cours des deux à trois prochaines années, le temps que les difficultés des pays voisins ainsi que la récession locale fassent sentir tous leurs effets sur les entreprises et que le crash immobilier à venir se développe. Dès à présent, le Gouverneur de la Banque Centrale a reconnu que plusieurs banques commerciales, auraient besoin d'accroître leurs fonds propres si la situation « se tendait davantage »³⁷. L'annonce récente que la deuxième (Bank Bumiputra) et la sixième banque malaisienne (Sime Bank) avaient, dès à présent, besoin d'accroître leurs fonds propres de 200 millions US\$ et 320 millions US\$ respectivement confirme la fragilité du secteur. Consciente de ces difficultés, la Banque Centrale exige que les institutions financières renforcent leurs fonds propres, notamment en relevant le capital minimum des sociétés financières de 5 à 160 millions US\$ d'ici

juin (et à 600 millions d'ici fin 2000) avec relèvement parallèle du ratio de capital minimum (9 % cette année et 10 % l'an prochain).

L'avenir dépend largement du « pôle de stabilité chinois »

La Chine et Hong Kong sont les deux seules économies importantes de la région dont le taux de change n'a pas souffert de la crise, de façon contrôlée pour la Région administrative spéciale (RAS) puisque c'est au prix d'une montée des taux. Vu leur poids dans la région et aussi à cause des effets de contagion constatés depuis le début de la crise, la stabilisation de ces deux devises et de leurs économies est une condition *sine qua non* pour celle de la région.

La vulnérabilité du secteur bancaire de Hong-kong paraît gérable

A Hong Kong, le dégonflement de la bulle immobilière est déjà en cours, mais avec des taux d'intérêt élevés dus à la défense du « peg » par la banque centrale. Le secteur bancaire de Hong Kong a ainsi vu sa vulnérabilité s'accroître sous l'effet de la détérioration de la conjoncture immobilière et boursière, mais également en raison de la dégradation de ses conditions d'exploitation. Les établissements de crédit du territoire font face à quatre types de difficultés.

232

Un ralentissement de l'activité de prêts

Le marché bancaire de Hong Kong évolue dans un contexte de ralentissement économique, mais ses caractéristiques particulières aggravent cette tendance. Le niveau d'endettement bancaire par rapport au PIB est particulièrement élevé avec 157,4 %, comparable à celui de la Thaïlande (157,2). Au niveau actuel du taux de base bancaire -10,25 % la charge des intérêts supportée par le secteur privé représente 16,1 % du même PIB, assez loin derrière la Thaïlande (23,2 %). Mais le niveau de 15 % du PIB est celui auquel sont apparus des problèmes de cash-flow au Japon, en Thaïlande et en Indonésie. Même s'il est difficile d'évaluer un niveau de saturation du marché, les besoins d'emprunts du public étant par définition extensibles, la compétition entre les établissements de crédits sera particulièrement sévère sur cette place et les marges se rétréciront d'autant plus que les analystes du marché immobilier, principal « débouché » bancaire, prévoient tout à la fois une baisse des prix et un repli du volume des transactions.

Une détérioration de la qualité des actifs

La forte concentration des portefeuilles bancaires sur le secteur immobilier (44 % fin 1997) joue de manière doublement négative. Certes, la baisse du prix des biens immobiliers, de l'ordre de 40 % jusqu'à

présent par rapport au sommet de l'été dernier, n'ampute pas encore, en moyenne tout du moins, la valeur des garanties réelles détenues par les banques sur les derniers crédits hypothécaires consentis qui ne concernaient en général que 60 % du montant de l'investissement. Si les prix de l'immobilier devaient continuer de baisser - ce que laissent envisager des lancements à prix cassés récemment - les moins-values se généraliseraient ; elles devraient être enregistrées et provisionnées. En outre, le niveau actuel des taux d'intérêt obère la solvabilité des emprunteurs finaux³⁸.

Une montée du provisionnement

Les créances douteuses portées par les banques de Hong Kong sont d'un niveau traditionnellement faible. Après avoir connu un bas durant l'été 1997 à moins de 2 % du total des engagements, elles sont en train de remonter et représentaient 2,77 % fin mars selon la HKMA. Lors de la dernière récession de 1994, la proportion avait dépassé 3 %. Mais si les prix de l'immobilier avaient, à l'époque, baissé de 30 %, le taux de base ne s'élevait qu'à 9 % et le ratio crédit/PIB n'atteignait que 137 %. Dans les conditions actuelles, il n'est pas invraisemblable que le taux de créances douteuses progresse rapidement au cours des prochains mois pour atteindre 4 ou 5 % compte tenu de ce qui précède. Le taux de provisionnement des établissements de crédit ne dépassait pas 1,2 % de l'ensemble des concours à fin 1996. Si la situation s'aggravait, ce taux devrait être relevé, ce qui pèserait sur des résultats d'exploitation déjà amenuisés. C'est d'autant plus vraisemblable que les perspectives d'activité ne cessent de se dégrader sous l'impact de la perte de compétitivité de Hong-kong, due au « *peg* », du rationnement du crédit provoqué par le retrait des banques étrangères (en particulier japonaises), un effet de richesse négatif à l'impact important puisque l'immobilier et encore plus la Bourse ont fortement baissé, et de la baisse de la demande dans la région. Au premier trimestre, le PIB a déjà reculé de 2 % en glissement annuel, annonçant un recul assez brutal de l'activité que le budget très raisonnable pour l'année en cours ne saurait sérieusement freiner. Le chômage augmente donc.

233

Un produit net bancaire nul, voire négatif

En même temps qu'elles étaient confrontées au renchérissement du prix de l'argent sur le marché interbancaire, les banques de Hong-kong ont dû réviser à la hausse la rémunération qu'elles servent à leurs déposants pour éviter une fuite de leur clientèle. Le coût moyen pondéré de financement des établissements de crédit a ainsi augmenté de manière spectaculaire tandis que le taux de base bancaire n'était relevé que

tardivement et insuffisamment pour restaurer la marge nette d'intérêts. En conséquence, celle-ci (qui s'élevait à 2,48 % fin juin 1997) est devenue, dans le meilleur des cas, nulle ou quasi-nulle pour les banques ayant une forte assise de dépôt et négative pour les établissements se refinançant essentiellement sur le marché interbancaire. Certaines banques auraient déjà réagi en indexant leurs taux hypothécaires sur le HIBOR et non plus sur le TBB. En prenant en compte les frais fixes, les comptes d'exploitation des banques de la Région administrative spéciale sont probablement dans le rouge en ce début d'année et l'on peut s'interroger sur le caractère durable de cette situation.

Or, ces difficultés pèsent d'autant plus fortement sur les comptes d'exploitation des banques hong-kongaises que l'appel de la HKMA l'an dernier aux institutions financières à freiner leur activité de prêts ne semble pas avoir été entendu. En effet, les concours à l'économie ont augmenté de 24,5 % au cours des neuf premiers mois de 1997, la croissance atteignant même 27,3 % pour les crédits à l'immobilier³⁹. Pour faire face à la dégradation de leurs conditions d'exploitation, les banques de Hong-kong puisent donc probablement dans leurs réserves antérieures pour tenir en espérant une décrue des taux domestiques et une reprise de l'immobilier. Sans évoquer forcément l'hypothèse du risque systémique, on ne peut pas complètement exclure de sérieuses difficultés pour certaines banques, en cas de baisse accélérée du prix de l'immobilier. Mais la situation paraît, aujourd'hui encore, gérable, les banques Hong-kongaises ayant accumulé d'importantes réserves au cours des années récentes⁴⁰.

Dans ce contexte de fragilisation des banques Hong-kongaises, le rationnement du crédit devrait s'accroître au cours des prochains mois. En effet, les banques japonaises ont déjà sérieusement réduit leur exposition. Les banques américaines et européennes, qui avaient été plus modérées initialement dans leur réaction, sont en train de durcir leur politique, la perspective de perdre une partie substantielle de leurs engagements sur l'Indonésie conduisant les sièges à assombrir les scénarii de sortie de crise dans la région. Or, si Hong-kong avait été peu touché dans un premier temps, il risque de l'être davantage désormais pour plusieurs raisons : dès lors que l'ensemble de l'environnement se dégrade, son lien dominant avec la Chine ne suffit plus à l'en protéger ; alors que les investisseurs étrangers étaient sortis plus tard et moins massivement que dans d'autres pays, un phénomène de rattrapage pourrait se produire ; paradoxalement, les groupes Hong-kongais étant plutôt en meilleure santé que dans d'autres pays, il est plus facile de leur demander de rembourser leurs dettes. L'effondrement en cours de la Bourse et de l'immobilier ainsi que quelques mauvaises nouvelles ponctuelles (des faillites d'entreprises et des licenciements confortant le retournement du cycle économique notamment) ont suffi à conforter les appréhensions sur la capacité de Hong-

kong à faire face à la crise asiatique ou plutôt à une éventuelle deuxième vague. Quand au « *peg* », s'il repose sur un *currency board*, celui-ci est imparfait puisque la masse monétaire lui est très supérieure.

Au-delà des fragilités techniques, l'évolution de la situation à Hongkong dépend fondamentalement de celle de la mère-patrie. Si des incertitudes subsistent, la Chine s'est révélée une protection contre l'extension de la crise à l'économie mondiale.

Les engagements chinois

Au préalable, on ne doit pas oublier que la Chine a commencé le cycle des dévaluations asiatiques dès 1994. Le décrochage du renminbi à l'époque (un tiers) était d'autant plus important que la Chine avait une spécialisation proche de celle de plusieurs pays de la région. Et, si une partie des transactions commerciales était déjà effectuée au nouveau taux avant l'unification des différents régimes, cela signifie simplement que cette dévaluation a été accomplie par « segments » de marchés, ce qui ne change rien à son ampleur. Au demeurant, la Chine a réalisé, à elle seule, en 1996, 3 % des exportations mondiales contre moins de 4 % pour l'ensemble des pays de l'ASEAN. En termes d'investissements étrangers, elle en a reçu, en 1996, trois fois plus que la Thaïlande, la Malaisie et l'Indonésie réunies alors qu'elle en attirait moins que ces trois pays en 1990.

Aujourd'hui, après avoir réussi son atterrissage en douceur - l'inflation a été ramenée à 0,8 % en décembre (en glissement) au prix d'un ralentissement de la croissance du PIB acceptable : 8,8 % - la Chine va-t-elle être touchée par la crise asiatique au point de devoir dévaluer elle-même pour soutenir son économie ? Ce n'est pas évident en termes de compétitivité pour trois raisons au moins : la dévaluation de 1994 avait donné une « avance » confortable à ce pays ; l'inflation étant élevée dans la plupart des pays ayant dévalué, ceux-ci vont rapidement perdre une partie de l'avantage tiré de leur dévaluation ; l'investissement étranger et les réformes structurelles se traduisent par des gains de productivité importants en Chine qui pourraient faciliter la « montée en gamme » de l'économie chinoise vers des produits à plus forte valeur ajoutée. Au total, les services du F.M.I. estimaient en début d'année que la compétitivité de la Chine n'aurait pas été affectée de plus de 5 à 10 % par la dévaluation des pays asiatiques. Les autorités surveilleront néanmoins de façon attentive l'évolution des coûts salariaux et des balances courantes dans l'ensemble des pays de la région au cours des prochains mois pour apprécier les effets des récentes dévaluations.

Dans l'immédiat, une dévaluation est d'autant moins probable que sa situation extérieure est très confortable : excédent commercial évalué à 40 milliards US\$ et courant à 25 milliards en 1997, réserves de change

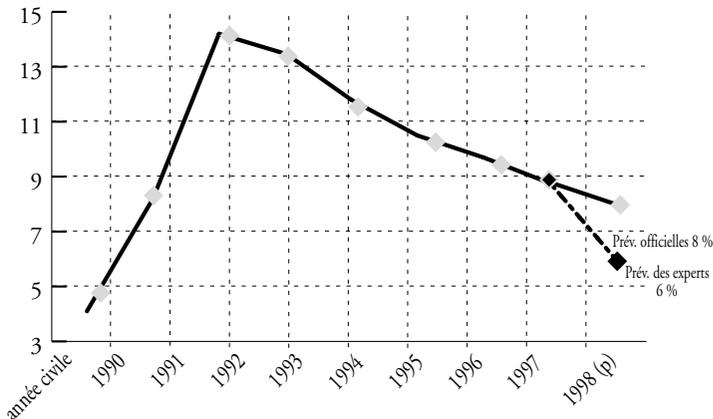
supérieures à 140 milliards US\$ fin décembre, qui sont supérieures à la dette externe (inférieure à 120 milliards US\$) et couvrent près d'un an d'importation contre deux mois pour la Corée l'été dernier. En outre, la convertibilité du renminbi est limitée aux opérations courantes, ce qui limite les possibilités de spéculation.

Toutefois, certaines évolutions sont moins favorables : l'insuffisance des recettes fiscales se traduit par un déficit public élevé ; si les investissements étrangers réalisés restent à un niveau élevé (45 milliards US\$ l'an dernier), les projets ont eux reculé d'environ un quart ; le chômage s'accroît sous l'effet des licenciements du secteur public (environ 30 millions de chômeurs, auxquels s'ajoutent les salariés non rémunérés). Tout en restant élevée, l'activité se ralentit : la croissance du PIB a atteint 7,2 % au premier trimestre ; l'investissement est ferme : + 12 % pour les quatre premiers mois de l'année. La maîtrise de l'inflation reflète aussi l'existence de surcapacités industrielles massives. Il ne faudrait pas que le ralentissement en cours provoque une montée rapide du chômage. Faute de quoi la tentation serait grande de chercher des débouchés extérieurs.

Au-delà des inquiétudes sur le cycle conjoncturel chinois, on peut aussi s'interroger sur les faiblesses structurelles du pays : le déficit des finances publiques, difficile à combler puisque le ratio recettes fiscales / PIB baisse de façon presque continue (1997 étant une exception bienvenue), le délabrement du secteur public (plus de 40 % des entreprises publiques seraient déficitaires) et la fragilité du secteur financier ; les créances douteuses représenteraient, selon ses propres estimations, 20 % à 25 % des crédits dans un contexte prudentiel très incertain. Si la masse monétaire M2 a vu son taux de croissance se ralentir, celle-ci a encore

236

Graphique n° 10
Taux de croissance du PIB chinois en % depuis 1990



N.B. Les prévisions officielles sont de 8 % pour 1998, mais de nombreux experts retiennent 6 %.

atteint 18% l'an dernier (deux fois le PIB nominal) après 25 % en 1996. Ce sont précisément de telles faiblesses, davantage qu'une dégradation extérieure conjoncturelle, qui ont fait « craquer » la Corée. Dans l'immédiat, les autorités entendent poursuivre dans la voie qui leur a réussi jusqu'à maintenant, en restructurant le secteur public sur trois ans, en assouplissant la politique monétaire, en se refusant à dévaluer le renminbi⁴¹ (décision en partie compensée par le rétablissement d'allègements douaniers en faveur des importations de certains biens d'équipement) et en assainissant progressivement le secteur financier. La « Conférence nationale sur le système financier » de décembre dernier a conduit les autorités à tirer les leçons des difficultés des autres pays en renforçant leur stratégie dans ce domaine : accroissement de l'autonomie des banques, accélération de la suppression du contrôle du crédit et des taux d'intérêt, renforcement du contrôle bancaire et des règles prudentielles.

Du maintien de la politique de stabilité en Chine dépend largement le retour au calme dans la région. Elle conditionne d'ailleurs aussi le succès de Hong Kong dans la dépense du « *peg* ». Si le yuan craquait, c'est à un nouveau cycle infernal qu'il faudrait s'attendre. Les autorités, le sachant, devraient donc être très prudentes avant de manier cette arme.

Au-delà des éléments d'analyse économique, on a des raisons politiques de penser que la Chine essaiera de ne pas dévaluer. D'abord, elle tire un prestige politique évident de son comportement. Ensuite, parce qu'elle est engagée dans plusieurs négociations, notamment son accession à l'OMC, elle ne souhaitera pas heurter ses interlocuteurs, notamment les Etats-Unis avec qui le déficit est déjà très élevé. Enfin, dans la mesure où une dévaluation du renminbi ferait pression sur le « *peg* », la Chine hésitera à menacer ce symbole de la stabilité Hong Kongaise si peu de temps après la récession.

237

Un effet non négligeable sur l'économie mondiale

L'impact négatif sur le commerce extérieur apparaît clairement, qu'il soit direct (contraction de l'économie de ces pays et donc de leurs importations) ou indirect (accroissement de leurs exportations et report sur les pays occidentaux d'autres concurrents comme le Japon). Il en résultera une compétition intense sur les volumes exportés et donc sur les prix, particulièrement dans les secteurs où les pays émergents sont les plus forts (textile, outillage, électroménager, composants électroniques, construction navale et industrie automobile). L'effet sera massif et cumulatif pour les pays asiatiques eux-mêmes puisque leurs exportations respectives sont destinées majoritairement aux pays de la zone (de 40 % à 54 % du total). Et comme le Japon, qui en absorbe une fraction importante, est en récession et réduit ses importations, il exerce également un effet dépressif (en le subissant lui-même au passage...).

Au plan régional, on peut même craindre une spirale déflationniste si le commerce extérieur ne compense pas la chute de la consommation et de l'investissement. Or, ce n'est pas sûr, à titre d'exemple, si les exportations vers la région reculaient de 25 % et vers le Japon de 10 %, une augmentation de 20 % vers l'Europe et 12 % vers le reste du monde ne permettrait pas aux exportations de la majorité des pays de la région de progresser. Reste la possibilité de dégager un surplus en réduisant les importations comme le font la plupart des pays.

A cet égard, le Japon⁴², qui a massivement contribué au financement des programmes d'ajustement, a du mal à jouer le même rôle au plan économique. Au plan économique, l'économie japonaise est entrée en récession. La production recule et le chômage augmente (4,1 % fin avril). Dans le meilleur des cas, le plan de relance du 24 avril permettra à l'activité de repartir à l'automne. Le Japon ne joue et ne jouera donc pas, jusque-là au moins, son rôle naturel d'entraînement pour la région. Au lieu de contribuer à absorber l'augmentation des exportations des pays voisins, il réduit ses achats. Ainsi, ses importations en provenance d'Asie ont régressé de 8,5 % de janvier à avril ; la baisse est de 6 % pour la Corée et de 16 % pour l'ASEAN. En outre, la baisse du yen affecte les autres pays de la région, surtout la Corée et Taiwan, dont les productions sont en partie concurrentes des japonaises et qui voient la dépréciation de leur monnaie annihilée par le recul du yen.

Mais la compression de la demande en provenance de ces pays va également accroître la concurrence entre pays industriels, là encore sur les quantités et sur les prix, notamment pour tout ce qui est infrastructures et BTP. Des contrats déjà signés, voire en cours d'exécution pourraient même être touchés (réduction du projet, renégociation des prix,...). L'ampleur de ces mouvements est difficilement chiffrable. Mais, si l'on prend le cas de la Corée, on voit que leur impact sera élevé : ce pays sera sans doute passé d'un déficit courant de 23 milliards US\$ à un surplus du même ordre de grandeur entre 1996 et 1998. Il s'agit bien sûr du cas le plus spectaculaire compte tenu de la puissance industrielle de la Corée, mais c'est à un déplacement de plusieurs dizaines de milliards US\$ des flux internationaux qu'il faut s'attendre sur une brève période au détriment des pays occidentaux.

L'effet sur le commerce extérieur des pays occidentaux sera sensible parce que cette région avait été particulièrement dynamique ces dernières années. Ainsi les exportations européennes vers l'Asie de l'Est avaient augmenté de près de 10 % par an depuis 1990. Pour les biens d'équipement, l'Asie de l'Est hors Japon représentait un marché trois fois plus important que celui de l'Amérique latine et six fois celui de l'Europe centrale et de l'est en 1995. Pour la France, les exportations vers les pays les plus touchés par la crise financière qui ont augmenté rapidement de

1988 à 1997 pour passer de 2 à 5 % du total des exportations françaises, ont reculé de 14 % au premier trimestre de cette année par rapport à la même période de l'an dernier. Hormis l'effondrement de l'Indonésie (- 78 %), se remarque une forte baisse pour la Corée (- 40 %), Singapour (- 17 %) et Hong Kong (- 15 %). Pour le Japon, alors que l'an dernier il a dégagé un excédent de 50 milliards US\$ environ sur la zone asiatique, on assiste à un retournement rapide : en janvier de cette année, il a connu le premier déficit depuis 1990. Au cours des quatre premiers mois de l'année, ses exportations à destination de l'Asie ont reculé de 13 %. Les grands contrats ont déjà reculé de 20 % pour l'année fiscale qui s'est achevée fin mars, la forte augmentation des contrats en Amérique du nord ne compensant pas le recul en Asie.

Au-delà de ces effets sur le commerce extérieur, les canaux de transmission seront nombreux. Ainsi, la crise asiatique va se traduire par une détérioration du portefeuille des grandes banques internationales. Si ce choc peut, *a priori*, être absorbé aisément par les établissements européens ou américains pour qui les engagements asiatiques ne représentent qu'un faible pourcentage de leur encours et dont la situation financière est généralement solide, c'est moins évident pour les banques japonaises, dont les engagements sur la région sont relativement élevés et qui n'ont toujours pas fini d'absorber le contre coup de la bulle financière et d'une longue récession au moment où la déreglementation - le « *big-bang* » - déstabilise le secteur financier. Au demeurant, lorsque le risque est qualifié de faible parce que « l'essentiel » de leur portefeuille est sur des entreprises japonaises qui ont investi dans la région, y compris en Indonésie, c'est une affirmation qu'il convient de nuancer. En effet, ne vient-on pas de voir faire faillite le deuxième producteur japonais de matériaux de construction, « Daido Concrete Co. », victime des garanties qu'il avait accordées à ses filiales à Hong Kong et en Indonésie ? Lorsque ces dernières ont fait faillite, les banques japonaises - dont Bank of Tokyo-Mitsubishi, Sakura et Yasuda Trust - ont coupé leurs crédits à la maison mère au Japon ; celle-ci n'a même pas demandé à bénéficier du régime de protection contre les créanciers, mais s'est aussitôt déclarée en faillite tant la situation était tendue. Le volume des prêts accordés aux pays de la région reste d'un montant limité par rapport à leurs engagements au Japon (6 %, dont plus de la moitié sur Hong-kong et Singapour). Leurs encours sur les pays asiatiques représentaient néanmoins fin 1997 plus de deux fois leurs fonds propres « durs » (tiers 1 du ratio de solvabilité ou ratio « Cooke ») des grandes banques japonaises. Outre les banques, de nombreuses entreprises japonaises - en particulier les maisons de négoce, les « *sogo shosha* » - ont accordé des crédits et surtout des garanties⁴³ pour des montants qui s'élèveraient également en dizaines de

milliards US\$. D'autres surprises sont donc vraisemblables au cours des prochains mois. Dans l'immédiat, la crise asiatique contribue sans doute à aggraver le rationnement du crédit du Japon même et ainsi à nourrir sa récession.

Le poids des engagements des banques japonaises dans les principaux pays asiatiques fin 1997

	En cours (en mds \$)	En % des prêts accordés aux différents pays	En % du tiers 1 capital des grandes banques japonaises
Chine	19,6	31	16
Corée du Sud	20,3	22	17
Hong Kong	76,2	36	63
Singapour	58,6	30	48
Indonésie	22,0	38	18
Thaïlande	33,1	56	27
Malaisie	8,6	31	7
Philippines	2,6	13	2
Total	241,0	...	204

Source : BRI/FMI

240

On peut également repérer quelques données sectorielles qui montrent que cette crise aura un effet significatif au plan local, mais encore plus global. Dans la mesure où la crise résulte en partie d'un surinvestissement industriel, il y a surcapacité ; celle-ci peut être de nature mondiale. Ainsi, l'industrie automobile mondiale souffrirait d'une surcapacité de l'ordre du tiers de la production ; si la Corée n'est pas responsable de la totalité, à l'évidence elle y a contribué. L'effondrement de la demande intérieure (de moitié environ) va d'ailleurs accroître le surplus de production disponible pour l'exportation. Avec une devise qui a chuté de 50 %, on peut supposer que le renforcement de sa compétitivité va lui permettre d'accroître fortement ses exportations, ce qui fera pression tant sur les prix que sur les quantités pour une bonne partie du marché mondial. De même, l'Asie représentait un marché en forte expansion pour l'aéronautique. Les compagnies de la région, confrontées à une baisse du trafic et à un alourdissement de leurs charges de remboursement vont réduire leurs commandes, voire ne pas lever les options prises, voire même annuler des commandes fermes.

Mais ces effets négatifs peuvent être quelque peu tempérés par des effets positifs. Ainsi, alors que la baisse attendue des bourses occidentales ne s'est pas matérialisée au-delà de quelques turbulences ponctuelles⁴⁵, hormis le Japon du fait de sa fragilité propre et de son exposition plus élevée, le reflux des capitaux privés des pays émergents vers les pays occidentaux permet aux taux d'intérêt de baisser. En outre, dans un pays

comme les Etats-Unis, où la hausse du salaire horaire atteint 4 % par an, la pression à la baisse des prix résultant de celle des prix importés permet d'éviter une remontée de l'inflation, donc à la Réserve fédérale de ne pas relever ses taux d'intérêt, ce qui contribue là aussi à soutenir l'activité et à prolonger le cycle de croissance. De surcroît, la désinflation provoquée par la baisse du prix des produits importés accroît le pouvoir d'achat des ménages, et, en corollaire, leur consommation ; elle explique sans doute en partie le boum actuel de la consommation en France.

Les grands instituts débattent de l'impact de la crise asiatique au plan macro-économique. Selon le F.M.I., il pourrait se traduire par une baisse du taux de croissance de l'économie mondiale proche de 1 %. Au Japon, l'impact de la crise asiatique sera à l'évidence important et certainement au moins de cet ordre, même si les difficultés d'origine interne tendent à le faire oublier. Ce pays est en particulier sensible à la baisse du won vu la spécialisation relativement avancée de l'industrie coréenne⁴⁶. Pour la France et l'Europe, les estimations ont généralement de 0,3 à 0,5 point.

La crise aura aussi un autre effet. Au cours des années récentes, les investissements indirects dans la région avaient de plus en plus souvent pour but de servir des marchés locaux en expansion rapide. Avec la contraction en cours de ces marchés, les entreprises étrangères vont se retourner vers l'exportation, mais cette fois avec des produits adaptés (ou la capacité de les adapter très rapidement) et des réseaux commerciaux tout prêts. Surtout cette nouvelle production bénéficiera de coûts de production réduits⁴⁷. On assiste donc à un renversement de perspective : alors que l'Asie émergente était de plus en plus vue comme un immense marché de consommation, elle va redevenir d'abord une base d'exportation bon marché, au moins pour quelque temps. Selon un sondage du Nikkei, c'est déjà la stratégie adoptée par les entreprises japonaises qui sont précisément celles qui ont l'implantation la plus complète dans cette partie du monde.

241

LE MODELE ASIATIQUE, RENOVE, CONSERVE UN AVENIR

La crise asiatique a surpris parce que, depuis de nombreuses années, la plupart des observateurs n'avaient d'yeux que pour les résultats spectaculaires obtenus par la région et les perspectives de croissance des marchés qu'elle offrait. Cette euphorie a masqué la montée des tensions extérieures et encore plus les faiblesses internes à ces pays. Mais il ne faudrait pas, sous le choc de la crise actuelle, nier la réussite du passé : si elle explique la surchauffe du début des années 90, elle est aussi source d'optimisme pour l'avenir.

Le miracle asiatique n'était pas un mirage. Au cours des trente dernières années, le revenu par habitant a été multiplié par 10 en Corée,

par 5 en Thaïlande et par 4 en Malaisie. Du milieu des années 1980 au milieu des années 1990, l'Asie de l'Est en développement a connu une décennie éblouissante : la majorité des pays a affiché une croissance moyenne comprise entre 5 et 10 %, les pays dernièrement lancés dans l'aventure du développement se situant dans le haut de la fourchette et les premiers partis rattrapant progressivement les pays occidentaux (en particulier Hong-kong et Singapour). Au cours de la même période, la part des pays émergents d'Asie dans les exportations mondiales a doublé pour atteindre 20 % du total. Ce bon résultat est confirmé par l'évolution des indicateurs sociaux. Ainsi, le taux de mortalité infantile a fortement baissé dans ces pays et l'espérance de vie s'est élevée. Plusieurs pays de la région, Corée, Malaisie, Taïwan, et Thaïlande en particulier, ont quasiment supprimé la pauvreté absolue en une seule génération. Et cette croissance ne résulte pas d'une simple accumulation - massive, il est vrai - de facteurs de production, permise par une épargne élevée, mais également d'importants gains de productivité. Ainsi, en Chine, selon une étude du F.M.I., la productivité globale des facteurs a progressé de 1,1 % par an entre 1953 et 1978, puis de 3,9 % entre 1979 et 1994 (+5,7 % entre 1990 et 1995).

242

La concomitance des succès nationaux et leur proximité géographique ont souvent conduit à parler de « modèle asiatique ». Cette expression doit bien sûr être entendue au sens large. En effet, les différences entre les pays asiatiques sont bien plus grandes qu'entre pays européens (histoire, dimension, religion, race, culture, etc.) ; c'est vrai aussi de leur économie, que l'on songe aux PME taiwanaises par rapport aux *chaebols*, au libéralisme absolu de Hong-kong et très contrôlé de Singapour. En revanche, il existe un ensemble de traits communs dans le domaine économique qui, sans constituer un schéma unique, mais plutôt une référence assez générale, permettent encore d'utiliser l'expression de « modèle asiatique ». En outre, tant le développement du commerce et des investissements intra-régionaux que l'effet de contagion de la crise montrent que ces pays sont de plus en plus interdépendants, sans être similaires. La Banque mondiale a d'ailleurs publié à l'été 1993 une étude expliquant « le miracle de l'Asie de l'Est entre 1960 et 1990 » : l'abondance du facteur travail et sa qualité (important effort d'éducation), la forte propension à l'épargne - encouragée par des taux d'intérêt réel élevés et/ou par différentes mesures parfois coercitives - et à l'investissement, l'orthodoxie des politiques macro-économiques, l'ouverture au commerce international et le rôle moteur des exportations favorisé par l'appel aux investissements directs étrangers.

Dans un tel environnement, l'accumulation des facteurs de production a été accompagnée d'une assez bonne allocation, jusqu'à récemment tout au moins. Quant à l'interventionnisme des politiques

industrielles, surtout en Corée, mais aussi en Malaisie et en Indonésie, il n'a jamais été poussé au point de menacer la croissance ; lorsque le coût financier de ces interventions est devenu excessif, les autorités ont su revoir leur politique industrielle, par exemple en Corée et en Malaisie en ce qui concerne les industries lourdes. Cet activisme industriel a été le plus efficace lorsqu'il a été associé à la concurrence entre groupes prétendant aux mêmes avantages (financements bonifiés par exemple) ; c'est particulièrement vrai de la Corée. Il est vrai qu'aujourd'hui, la volonté de desserrer les liens entre l'Etat et les entreprises, mais aussi de rationaliser les relations entre les banques et l'industrie suppose un changement profond des mentalités. Introduire un modèle d'économie de marché qui fonctionnerait avec des incitations et des sanctions et non plus selon des règles fixées par consensus (avec impulsion assez forte de l'Etat) fera évoluer les structures mêmes de l'économie, ce qui suppose aussi des évolutions dans les domaines politiques et sociaux. Mais la remise de ces économies sur le sentier de la croissance sera longue, plus longue que celle du Mexique en 1995/96 par exemple, pour deux types de raisons au moins : d'une part, au plan interne, la crise bancaire y est profonde et ces économies ont souffert d'un excès d'offre - plus difficile à résorber qu'un excès de demande, surtout lorsqu'il s'agit d'immobilier -, d'autre part, au plan externe, la simultanéité des crises au plan régional signifie que l'interdépendance croissante de ces économies joue désormais de façon négative et l'économie régionale dominante, le Japon, qui connaît sa pire récession depuis l'après-guerre, pèse sur leur croissance au lieu de la hisser (comme les Etats-Unis l'ont fait pour le Mexique en 1995/96, ce pays réalisant l'essentiel de ses exportations vers l'Amérique du Nord, de surcroît dans le cadre de relations privilégiées grâce au NAFTA). Les pays qui n'auront pas pu se réformer suffisamment vite et profondément risquent fort de connaître une « décennie perdue » à l'exemple de quelques pays latino-américains dans les années 1980. Le test de la volonté de réforme sera clair dans un pays comme la Corée : d'une part, contraindre les *chaebols* à s'adapter aux standards internationaux, d'autre part, ouvrir le pays aux investissements étrangers qui seront une puissante incitation à la modernisation.

Au total, il est indispensable de ne pas abandonner cette région, même si une revue mérite d'être effectuée pays par pays en tenant compte tant des risques financiers que des révisions à la baisse de la taille des marchés et de leur croissance potentielle. Dès à présent, des opportunités se présentent, comme le montrent les cessions effectuées par les groupes coréens ou le renforcement des participations étrangères dans les co-entreprises (Honda va porter sa participation dans sa filiale thaïlandaise de 49 à 97 % et ACCOR vient de prendre le contrôle total de sa filiale « Accor Asie Pacifique » où il était minoritaire) ou encore du

rachat de tout ou partie d'entreprises ; il en va ainsi de l'acquisition par la BNP des activités de courtage et de financement de projet de la banque d'affaires en faillite Peregrine. La généralisation des programmes de privatisation va effectivement entraîner de nombreuses possibilités de pénétration sur les marchés. Ainsi, en Thaïlande, le Gouvernement envisage de privatiser des entreprises. C'est le moment d'être optimiste, à l'image du nouveau Président coréen, M. Kim Dae Jung, qui veut « transformer cette crise en une opportunité pour porter l'économie coréenne au meilleur niveau mondial »⁴⁸.

Comme l'a montré la reprise des incendies de forêt en Indonésie, il faut être vigilant lorsque le feu couve encore sous la cendre ; la volatilité actuelle montre d'ailleurs qu'on est dans une phase transitoire entre l'ancien modèle vermoulu et un nouveau schéma adapté à la globalisation en cours. Mais, si la prudence doit rester de mise à court terme, le pessimisme ne doit pas être excessif pour le long terme. Au demeurant, la plupart des pays aujourd'hui en crise, en avaient connu une, sinon de même ampleur, à tout le moins déstabilisante au début des années 1980 ; ils l'avaient si bien surmontée⁴⁹ que, quelques années après, tout le monde l'avait oubliée. A long terme ce serait une grave erreur de stratégie que de ne pas se positionner dans une région qui reste pleine d'avenir. Selon l'étymologie même du terme crise en chinois, c'est un mélange de « risque » et d'« opportunité ».

244

NOTES

1. Le F.M.I. avait alerté à plusieurs reprises les autorités sur les conséquences des déséquilibres au fur et à mesure de leur développement. Dans un rapport au titre prémonitoire sur « les risques et opportunités dans les pays émergents », paru en juillet 1996, M. SAUTTER soulignait que « la Thaïlande et la Malaisie étaient en surchauffe manifeste (et que) le déficit des paiements courants après prise en compte des investissements directs n'était pas soutenable à moyen terme (...) ; à court terme, des turbulences étaient à prévoir ». P.20 du rapport de synthèse. De même, des responsables japonais avaient bien vu la montée des périls, le Dr. SAKAKIBARA (« M. YEN ») s'inquiétant ainsi de la surchauffe des économies de la région et en particulier de nombreuses « bulles immobilières » bien avant le déclenchement de la crise.

2. Ce n'est que pendant l'exercice 1997/98 qu'est apparu un premier déficit budgétaire.

3. Encouragé au demeurant par l'ouverture du BIBF. Le Bangkok International Banking Facilities est un marché off-shore créé en mars 1993. Un double rôle lui était attribué : d'une part, développer la vocation internationale de la place de Bangkok, en particulier à l'égard des pays indochinois dont l'économie venait de s'ouvrir, d'autre part, contribuer au financement de l'économie, l'épargne intérieure, bien qu'éllevée, ne suffisait pas à financer des besoins d'investissement encore plus élevés. Qualifié d'off-shore, ce marché a néanmoins permis aux entreprises thaïlandaises d'y emprunter pour financer leurs activités locales à condition que les prêts dépassent un montant élevé (5 millions US\$ en 1996). Des capitaux étrangers ont donc pu alimenter les crédits accordés localement aux entreprises thaïlandaises.

4. En février 1997, le promoteur « Somprasong Land » faisait défaut sur des euro-obligations. Traduction du caractère interne et structurel de l'origine de cette crise, la Bourse de Bangkok a commencé à baisser dès le début de 1996 et sa baisse approchait déjà 40 % par rapport à son plus haut de janvier 1996.

5. Ces dernières finançaient beaucoup moins d'immobilier, mais *acceptaient qu'il serve comme collatéral ; de surcroît, plusieurs étaient actionnaires de sociétés financières.*

6. Par exemple, le gonflement de la dette externe, le maintien d'un ratio du service de la dette chroniquement élevé et la persistance d'un déficit courant « un peu trop » élevé trahissaient les difficultés de l'Indonésie. Il est vrai que les délais de publication et aussi la méconnaissance des statistiques de dettes externes (cf. 2^{ème} partie) ont largement contribué à anesthésier les observateurs.
7. Près d'un tiers du PIB à Singapour et le quart à Hong-kong.
8. Cf. l'analyse du processus de développement de la Thaïlande, de la Malaisie et de l'Indonésie dans les années 1980 dans mon livre « Asie du Sud-Est, la péninsule dorée » (CFCE 12990).
9. En fait, le déficit courant s'est limité à 8,6 Mds US\$ l'an dernier, soit 1,9 % du PIB.
10. Le ratio dette sur capital des 30 premiers *chaebols* dépassait 500 % fin 1997 et 400 % pour l'industrie dans son ensemble (source : Goldman Sachs).
12. 30 Mds en données nettes. Certes, il y a eu aussi d'importantes entrées de capitaux à long terme entre 1994 et 1996 : 36 Mds US\$ en brut et 21 en net, mais les premières étaient plus importantes et, bien sûr, plus instables. Fin 1996, la part de la dette extérieure à court terme atteignait 61% du total. Les créances extérieures à court terme détenues par des institutions financières étrangères représentaient 3 fois les réserves de change de la Banque Centrale.
13. Les réserves de change de la Corée représentaient 2,5 mois d'exportations en moyenne entre 1993 et 1995 et 2 mois seulement ensuite jusque l'été 1997.
14. Par exemple, la fermeture d'une banque, Andromeda, contrôlée par l'un des fils du Président et qui finançait ses activités, suivie du rachat d'une banque par le même, ou encore le report de grands projets d'infrastructure qui impliquaient les enfants ou des amis du Président, puis leur ré-autorisation quelques semaines après.
15. Ne serait-ce que l'importance de la dette privée à court terme en devises dont 40 Mds US\$ (sur 65) arriveraient à échéance cette année, montant de nature à l'assécher rapidement...
16. Montants avant l'augmentation de 45% du capital en cours.
17. Le tirage sera ouvert pendant un an. Les remboursements devront commencer, pour chaque tranche, deux ans au plus tard après son tirage (sauf remboursement anticipé) et s'achever dans les six mois qui suivent. Le taux d'intérêt sera de 300 points de base au-dessus du taux applicable aux DTS si les remboursements débutent moins d'un an après chaque tirage ; il sera augmenté de 50 points tous les 6 mois jusqu'à un plafond de 500 points.
18. Des doutes existaient déjà depuis longtemps sur la solidité des systèmes bancaires de plusieurs pays, certains faisant l'objet, au plan français, d'une mise sous surveillance depuis la fin de l'année 1996. C'est d'ailleurs à l'initiative de la France que le sommet du G7 de Lyon avait proposé de confier au F.M.I. une mission de surveillance renforcée des risques découlant de la fragilité des systèmes bancaire et financier.
19. L'exhaustivité signifie notamment l'extension des contrôles aux filiales, dans le pays et à l'étranger, aux engagements de type hors-bilan, etc. Ceci vise également l'application des règles comptables.
20. La Corée constitue un contre-exemple pédagogique : ce pays limitait les investissements de portefeuille et encore plus les investissements directs alors qu'il acceptait les crédits bancaires et, de façon un peu moins large, les crédits aux entreprises (ces prêts étant en moyenne plutôt à court terme). L'endettement à court terme se trouvait ainsi privilégié, fragilisant donc le financement extérieur du pays.
21. Cet exemple est particulièrement intéressant puisque, précisément, l'Indonésie a toujours souffert d'une situation externe tendue, le ratio du service de la dette officiel dépassant en permanence 30 % depuis le rééchelonnement du Club de Paris à la fin des années 60, après la prise du pouvoir par M. SUHARTO. Mais les experts rassuraient les observateurs inquiets en expliquant que la situation restait sous contrôle puisque, l'essentiel de la dette indonésienne étant d'origine publique, elle était stable et son amortissement bien étalé dans le temps. Encore aurait-il fallu que les estimations de dette privée furent justes !
22. Le risque d'aléa moral a parfois été évoqué à propos des Etats qui compteraient sur l'intervention de la communauté internationale en cas de difficultés. Cet argument ne paraît pas vraiment pertinent ; au contraire, les pays en difficulté sont en général réticents à solliciter l'aide internationale par crainte de devoir appliquer des programmes de redressement qu'ils jugent rigoureux.
23. Le FMI a aussi le souci de ne pas favoriser des dévaluations excessives pour ne pas déséquilibrer trop fortement la compétitivité d'autres pays, sauf à relancer un cycle sans fin de dévaluations compétitives.
24. Il a fallu attendre fin mars pour que les taux d'intérêt soient fortement augmentés en Indonésie pour dépasser 40 % (ce qui devenait urgent, l'inflation tendant vers les 30 %).
25. La banque centrale a exigé que les banques thaïlandaises classent leurs prêts en cinq catégories et les provisionnement en conséquence :

bons : aucun incident ; spéciaux : retard jusque 3 mois ; provisions : 2 % ; sous-standard : retard inférieur à 6 mois ; provisions : 20 % ; douteux : retard inférieur à 1 an ; provisions : 50 % ; irrécupérables : retard supérieur à 1 an ; provision : 100 %

26. Fermeture de la plupart des sociétés financières et des banques en difficulté, recapitalisation des autres, création d'une institution spécialisée dans la défaillance et ouverture aux capitaux étrangers. Les autorités entendent en outre renforcer le cadre prudentiel et le contrôle par la banque centrale tout en exigeant la recapitalisation des banques, voire en remplaçant de façon autoritaire les dirigeants des banques commerciales en difficulté et en nationalisant les institutions qui ne pouvaient pas se consolider seules. Ainsi la Banque de Thaïlande a pris le contrôle des seize banques commerciales et de sept des trente-cinq sociétés financières non fermées. Parmi les acquisitions importantes en cours, figure l'achat de 75 % du capital de la « Bank of Asia » par ABN-Amro pour près de 200 m. US\$ et de 51% du capital de « Securities One » par le groupe Koos de Taïwan pour plus de 50 m. US\$ ainsi qu'une prise de participation majoritaire de la Société Générale dans Asia Credit.

27. Le premier groupe thaïlandais a réalisé une perte de change de 1,2 milliard US\$ à lui seul (environ 7 Mds FF) qu'il a comptablement compensée par une réévaluation d'actifs.

28. Vu le taux d'endettement des entreprises, une hausse d'un point des taux d'intérêt se traduirait par une augmentation des coûts financiers de 0,5 point du chiffre d'affaires.

29. Bien que les experts indépendants contestent ces prévisions optimistes, au vu des résultats des cinq premiers mois, cela paraît possible : 16,2 milliards US\$ au total (données douanières). Le surplus des paiements courants a atteint 14,4 milliards US\$ au cours des quatre premiers mois de l'année selon les données provisoires de la Banque de Corée. Ces chiffres sont à rapprocher de la dette externe à court terme de la Corée fin avril : 42 Mds US\$ (et 113 Mds à long terme, soit un total de 155 Mds). La dette se décompose en 72 Mds US\$ pour les institutions financières, 38 pour les entreprises privées, 29 Mds pour le secteur public, le reste étant détenu par les filiales des banques étrangères.

30. C'est pour cette raison que la procédure d'intervention du F.M.I. prévoit que le pays présente un programme de réformes qu'il s'engage à appliquer. Cette « lettre d'intention » est soumise au Conseil d'administration du Fonds avec les propositions des services. Cette démarche n'empêche bien sûr pas que des contacts aient lieu au préalable pour s'assurer que le programme envisagé est viable.

31. Le déficit de la production rizicole ne cesse de croître ; après 2 millions de tonnes en 1996, cette année, il pourrait dépasser les 3 millions de tonnes atteints l'an dernier. S'y ajoutent également des besoins en blé, soja, poudre de lait, etc. Or, c'est en devises qu'il faut régler toutes ces importations... Le pays va devoir requérir une aide alimentaire internationale faute de crédit budgétaire. C'est un autre échec politique pour M. Suharto qui, dans les années 1980, avait pu se prévaloir de l'autosuffisance alimentaire toute nouvelle.

32. Outre les licenciements, 2 millions de jeunes arrivent sur le marché du travail chaque année et vont donc gonfler le nombre de chômeurs qui pourrait atteindre les 10 millions d'ici la fin de cette année.

33. La croissance du PIB par tête a dépassé 4 % en moyenne depuis 1965. Symbole de la profondeur de la transformation de l'économie indonésienne, le poids de l'agriculture est tombé de 30 % du PIB en 1965 à 15 % en 1996.

34. Il suffit désormais que les intérêts ne soient pas payés pendant 3 mois (contre 6 auparavant) pour que les créances soient considérées comme douteuses.

35. Au Japon, la baisse du prix du mètre carré de bureaux dans les très grandes villes est supérieure à 70 % par rapport au sommet atteint et les banques n'en finissent pas de purger leur bilan de leurs créances douteuses, en particulier immobilières. A Hong-kong, la baisse de l'immobilier était de l'ordre de 50 % au milieu des années 80. Elle est déjà de l'ordre de 40 % depuis l'été dernier et va se poursuivre en 1998.

36. Au plan extérieur également la situation était tendue : le déficit courant a représenté près de 7 % du PIB en moyenne entre 1994 et 1997, ce que l'afflux de capitaux extérieurs a permis de faire oublier quelque temps.

37. Source : AWJS du 4 mars 1998.

38. Des calculs de la banque Goldman Sachs sur l'impact du taux d'intérêt sur la charge de remboursement d'un emprunteur appartenant au quartile le plus fortuné de la population (FRF 44.000 de revenus mensuels) montrent que celui-ci consacre 73,4 % de son revenu après impôts aux mensualités dues à sa banque lorsque le taux du crédit passe à 11 %, ce qui est probablement le cas actuellement, contre 62,8 % lorsque le taux reste à 9 %. La lenteur et la modestie des ajustements du taux de base par l'association des banques de Hong-kong (le TBB a été relevé de 8,75 à 9,50 % le 24 octobre et de 9,50 à 10,25 % le 9 janvier seulement) s'expliquent plus aisément à la lumière de ces calculs.

39. Cette croissance a chuté à partir d'octobre, la crise faisant désormais sentir ses effets.
40. Le ratio moyen de solvabilité des banques locales est supérieur à 17 %.
41. Nombreuses déclarations publiques en ce sens, y compris du Président de la République devant ses pairs à Kuala Lumpur le 15 décembre, ce qui vaut engagement politique. Tout aussi révélatrice de la volonté des autorités de faire face à leurs responsabilités en Asie est la contribution chinoise au plan de sauvetage de la Thaïlande et de l'Indonésie (un milliard US\$ à chaque fois).
42. La « crise » japonaise ne résulte pas de la « crise asiatique ». C'est une récession qui résulte largement des faiblesses du système bancaire (l'assainissement rendu nécessaire par l'éclatement de la « bulle » n'ayant pas été suffisant) et d'un durcissement prématuré et excessif de la politique budgétaire. Elle est aggravée par la « crise asiatique » et à certains égards, contribue à l'accentuer. La collision de ces deux crises étant de nature à aggraver chacune d'elles, il est d'autant plus urgent que le Japon réagisse. C'est ce qu'il avait commencé à faire en ce début d'année avec le plan de stabilisation du système financier et en avril avec un plan de relance massif. Il reste à passer maintenant à l'assainissement effectif du secteur financier.
43. Notamment dans le cadre de grands projets d'infrastructure en concession. Selon le Japan Times du 28 mai, les sept grandes « sogo shoshas » détenaient fin mars des créances ou garanties pour un montant de 2610 milliards de yens, soit plus de 110 milliards FF ou près de 20 milliards US\$ sur les pays asiatiques, dont la moitié sur l'Indonésie. Un tiers des engagements serait couvert par des polices d'assurance-crédit.
45. La décision des autorités de Taïwan de laisser leur monnaie se déprécier le 17 octobre a été suivie d'une chute brutale de la Bourse de Hong-kong à la fin du mois, qui a provoqué une vive baisse du Dow Jones, responsable de la première clôture anticipée du New York Stock Exchange, et des perturbations sur les marchés actions en Europe. Mais ces marchés sont repartis à la hausse aussitôt après.
46. Ces remarques sont à nuancer pour le Japon compte tenu de la baisse du yen qui réduit l'avantage compétitif des autres pays, en particulier de la Corée, et pourrait même conduire à freiner le mouvement de délocalisation.
47. Certes les intrants sont importants, mais il convient de ne pas oublier qu'une partie croissante de ces intrants provient de la région et qu'eux-mêmes sont produits à bas coût.
48. Source : FEER, 26 mars 1998.
49. A titre d'exemple, pour une analyse des capacités d'ajustement des pays de la région, voir la deuxième partie de mon livre « Asie du sud-est, la péninsule dorée » (CFCE, 1990) sur « dette et ajustement en Asie du sud-est » à propos de la Thaïlande (« 1981-87 : un ajustement modèle », chap.5), l'Indonésie (« 1983-89 » : les efforts d'ajustement », chap.6) et Singapour (« l'ajustement aux transformations provoquées par une croissance rapide », chap.8).