

La crise asiatique

Causes et remèdes

Jusqu'à ce qu'ils tombent brutalement en disgrâce en 1997, les pays heurtés de plein fouet par la crise financière en Asie — la Corée, l'Indonésie, la Malaisie et la Thaïlande — faisaient l'admiration générale pour leurs prouesses économiques et avaient la faveur des investisseurs étrangers. Que s'est-il passé et y a-t-il un remède pour réduire le risque de crise à l'avenir?

Bijan B. Aghevli

PENDANT les trente années qui ont précédé la crise financière en Asie, la Corée, l'Indonésie, la Malaisie et la Thaïlande ont affiché des performances économiques remarquables — croissance rapide, faible inflation, stabilité macroéconomique et finances publiques solides, épargne élevée, économie ouverte et secteurs d'exportation prospères. Il n'est donc pas surprenant que nul n'ait prévu la crise. *A posteriori*, il est bien sûr beaucoup plus facile d'en identifier les causes, qui sont d'ailleurs reconnues à l'unanimité, contrairement aux solutions à apporter, qui font l'objet de fortes dissensions.

Que s'est-il passé?

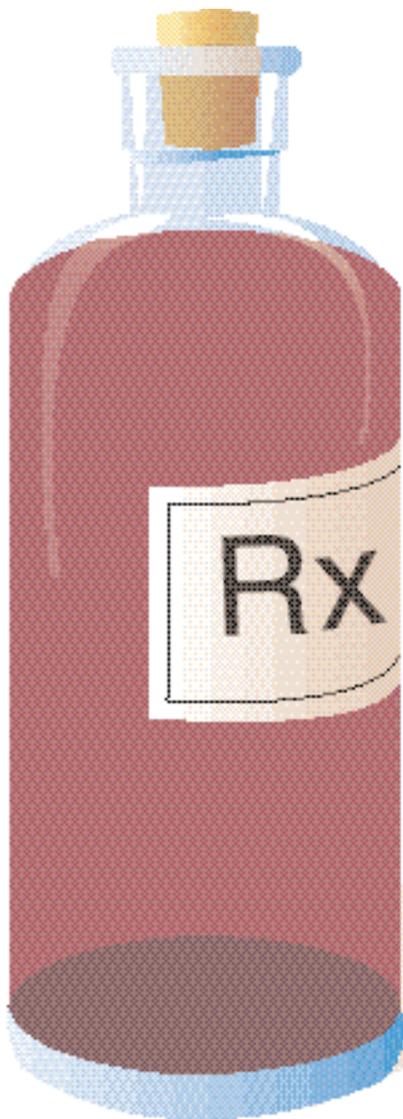
Dans une large mesure, ces pays ont été victimes de leur propre succès. Sur la lancée de leurs solides performances économiques jusqu'au début des années 90, les pays asiatiques ont refusé de voir les problèmes lorsqu'ils ont commencé à se manifester. Se croyant à l'abri d'une crise du type de celle qui avait secoué l'Amérique latine dans les années 80, puisqu'ils n'étaient confrontés ni aux lourds déficits budgétaires, ni au fardeau de la dette publique, ni à la rapide expansion monétaire, ni aux obstacles structurels qui avaient rendu l'Amérique latine vulnérable, les pays d'Asie n'ont commencé que trop tard à prendre leurs problèmes au sérieux.

Le cas de la Thaïlande est particulièrement évocateur. La situation a commencé à se dégrader en 1996. Le FMI a mis en garde les autorités au début de 1997, mais il s'est

révélé difficile de les convaincre de la gravité des problèmes qui se profilaient. Cette mise en garde n'a, bien sûr, pas été rendue publique, car cela aurait fortement risqué de précipiter la crise qu'elle visait à prévenir.

En outre, le FMI ne mesurait pas alors toute l'ampleur des problèmes de la Thaïlande, du fait que le baht avait été soutenu au départ par une intervention massive sur le marché à terme. Ignorant que la quasi-totalité des réserves de la Thaïlande avait déjà été engagée sur le marché à terme, le FMI pensait qu'elles étaient suffisantes — jusqu'à ce qu'au milieu de 1997, les réserves utilisables du pays étant pratiquement épuisées, les autorités demandent l'aide du FMI. De même, le FMI n'a pas su que la Corée n'avait quasiment plus de réserves en devises jusqu'à ce qu'on l'appelle au secours.

Les causes fondamentales de la crise asiatique ont été clairement identifiées. Premièrement, des montants substantiels de fonds étrangers se sont trouvés disponibles à des taux d'intérêt relativement faibles lorsque les investisseurs à la recherche de nouveaux débouchés ont réorienté massivement leurs capitaux vers l'Asie. Comme dans toute phase d'expansion, les prix des actions et de l'immobilier en Asie sont montés en flèche, attirant encore plus de fonds. Mais l'allocation intérieure de ces ressources étrangères empruntées a été inefficace, en raison de la fragilité des systèmes bancaires, de la médiocrité du gouvernement d'entreprise et du manque de transparence du secteur financier. La capacité d'absorption limitée de ces pays a



aussi contribué à l'allocation inefficace des capitaux étrangers. Deuxièmement, les pays appliquaient des taux de change fixes qui ont donné un faux sentiment de sécurité aux emprunteurs, les encourageant à contracter des dettes en dollars. Troisièmement, dans les pays touchés par la crise, les exportations étaient faibles au milieu des années 90 pour un certain nombre de raisons, dont l'appréciation du dollar E.U. contre le yen, la dévaluation du yuan par la Chine en 1994 et la perte de certains marchés avec l'entrée en vigueur de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA).

Les entrées massives de capitaux et l'affaiblissement des exportations se sont traduits par un alourdissement des déficits des transactions courantes. Pour aggraver encore la situation, une part substantielle des entrées de capitaux était sous forme de dette à court terme, exposant les pays aux chocs extérieurs.

Il est clair, avec le recul, que ces pays couraient à la catastrophe; la seule question était de savoir ce qui provoquerait la débâcle. Lorsque la crise éclata en Thaïlande en juillet 1997, les pays asiatiques devinrent tous vulnérables. Et les marchés réagirent de manière excessive, pensant que, si cette crise pouvait se produire en Thaïlande, il était inévitable que la même chose arrive dans d'autres pays d'Asie qui étaient aux prises, à des degrés divers, avec les mêmes problèmes — systèmes financiers et gouvernement d'entreprise déficients, importants déficits extérieurs courants et lourd endettement extérieur. Les créanciers retirèrent leurs capitaux de la région et la crise se propagea.

Le FMI fut appelé à l'aide. Au départ, le plus urgent était de fournir aux pays d'Asie des financements adéquats pour remédier à la pénurie de liquidité due à la fuite soudaine des capitaux et à l'effondrement de leurs monnaies et pour redonner confiance au marché. Le FMI accorda le plus gros prêt de son histoire tout en mobilisant des financements supplémentaires auprès d'autres pays de la région et du Groupe des Sept.

Politique monétaire

Étant donné que la crise s'est d'abord manifestée par l'effondrement des monnaies asiatiques, la politique monétaire a constitué un élément clé des programmes de réforme. Curieusement, les programmes ont suscité des critiques diamétralement opposées : selon certains, les pays auraient dû relever encore davantage leurs taux d'intérêt, tandis que pour d'autres la hausse des taux d'intérêt a été la principale source des problèmes ultérieurs. Un certain nombre de théoriciens ont fait valoir qu'en période de récession, la démarche classique serait d'abaisser les taux d'intérêt et de laisser la monnaie se déprécier pour relancer l'activité économique. Mais la dépréciation des monnaies pendant la crise a été fulgurante — la monnaie coréenne a chuté de moins de 1.000 won à près de 2.000 won pour 1 dollar en un mois seulement. Dans une situation aussi extrême, la priorité doit être de stabiliser le taux de change avant qu'un engrenage inflationniste s'enclenche. À partir du moment où on laisse les prix intérieurs s'envoler, il devient très coûteux de procéder au resserrement monétaire requis pour rétablir la stabilité des prix.

La stratégie menée par les pays asiatiques a consisté à relever les taux d'intérêt à court terme pour enrayer le déra-

page du taux de change, puis à abaisser graduellement les taux d'intérêt à mesure que la monnaie se stabilisait. En fait, la hausse initiale des taux d'intérêt a été modérée et de courte durée : les taux à court terme ont culminé à 25 % en Thaïlande et à 35 % en Corée, niveaux auxquels ils ne se sont maintenus que quelques jours avant de retomber rapidement à ceux où ils se trouvaient avant la crise. En outre, si l'on tient compte de l'effet de la forte dépréciation de la monnaie sur les anticipations en matière d'inflation, la hausse des taux d'intérêt a été sensiblement plus faible en valeur réelle qu'en valeur nominale. Les taux d'intérêt réels (calculés sur la base de l'inflation généralement prévue), qui étaient de l'ordre de 7 à 8 % avant la crise, sont montés brièvement à 20–25 % avant de retomber. Dans les deux pays, les taux réels n'ont dépassé 15 % que pendant deux mois, et ils sont maintenant à peu près nuls. Pendant ce temps, le won et le baht se sont sensiblement appréciés après leur effondrement initial.

En revanche, les premiers efforts de l'Indonésie pour stabiliser la roupie ont échoué. Mais c'est l'exception qui confirme la règle. Pendant la première semaine d'application du programme, les autorités indonésiennes ont procédé à une intervention non stérilisée et laissé les taux d'intérêt à court terme doubler à 30 %, entraînant une forte appréciation de la monnaie. Mais, en l'espace de deux jours, contrairement à ce qui avait été convenu par le pays avec le FMI, Bank Indonesia a ramené les taux d'intérêt à leur niveau initial. L'expansion de la liquidité qui s'est ensuivie, conjuguée aux indications claires émanant du plus haut niveau du gouvernement, selon lesquelles les engagements pris dans le cadre du programme avec le FMI ne seraient pas respectés, a précipité la chute de la roupie. La forte inflation qui en est résultée a nécessité des taux d'intérêt beaucoup plus élevés pour que la stabilité financière puisse être rétablie. L'ajustement aurait été infiniment moins coûteux si le gouvernement avait persévéré dans l'application de son programme initial.

Certes, la faiblesse des secteurs bancaires et des entreprises asiatiques limitait les possibilités de relèvement des taux d'intérêt. Mais tous ceux qui ont invoqué les effets défavorables d'une hausse des taux d'intérêt sur les emprunteurs intérieurs ont négligé les conséquences d'une dépréciation de la monnaie sur les détenteurs de dette extérieure. Un effondrement de la monnaie alourdit de façon intolérable la charge de la dette extérieure pour le secteur bancaire et les entreprises et compromet la stabilité financière. Et le rapport de force entre dévaluation et hausse des taux d'intérêt bascule radicalement en cas de surajustement du taux de change. Une dépréciation de la monnaie aurait un effet particulièrement néfaste en Corée et en Indonésie, où le ratio de la dette extérieure au crédit intérieur est élevé.

Le resserrement de la liquidité dans ces pays n'a pas seulement été dû aux taux d'intérêt élevés, car les banques se sont montrées réticentes à renouveler leurs crédits face à l'importance de leurs créances immobilisées et à la faiblesse du secteur des entreprises. Il est intéressant de noter que la pénurie de crédit ne s'est pas atténuée, bien que les taux d'intérêt en Corée et en Thaïlande soient retombés bien au-dessous de leur niveau d'avant la crise. (Ce phénomène est flagrant au Japon, où les taux d'intérêt à court terme sont nuls depuis quelque temps alors que l'économie souffre d'une pénurie de crédit).

Politique budgétaire

Au départ, la situation budgétaire des pays asiatiques était solide. Les objectifs initiaux intégraient un léger excédent qui devait faciliter l'ajustement extérieur et laisser une marge pour le financement de la coûteuse restructuration du secteur financier. Mais, face à la dégradation de la situation économique, ces objectifs ont été ajustés afin de permettre le fonctionnement des stabilisateurs automatiques et de financer les dépenses sociales supplémentaires pour la protection des plus défavorisés. En fait, la politique budgétaire de ces pays était si prudente que le FMI a parfois dû s'employer, paradoxalement, à les convaincre d'augmenter leurs dépenses. Les objectifs budgétaires dans tous ces pays tendent maintenant vers des déficits substantiels. Il n'est donc pas justifié, en général, d'imputer le ralentissement de la croissance dans les pays asiatiques au resserrement budgétaire.

On peut, bien sûr, reprocher au FMI de n'avoir pas prédit avec exactitude la profondeur de la crise, mais on ne peut pas dire que les prévisions de croissance du FMI étaient systématiquement erronées, car elles correspondaient dans l'ensemble aux prévisions consensuelles. Bien qu'il soit peut-être trop tôt pour savoir à coup sûr pourquoi personne n'a prévu la gravité de la récession, on peut toutefois avancer quelques explications. Premièrement, l'amplitude et la durée des cycles surchauffe-récession sont beaucoup plus prononcées lorsque le système financier est très faible et que les entreprises sont fortement endettées. Deuxièmement, jusqu'au milieu de 1997, le Japon semblait enfin sortir de sa longue récession. Mais les espoirs ont été anéantis par l'effondrement de l'économie japonaise, qui a aggravé la récession dans les pays d'Asie qui y étaient étroitement liés.

Réformes structurelles

L'inclusion de réformes structurelles dans les programmes appuyés par le FMI a aussi été controversée. Certains ont fait valoir que le FMI aurait dû s'attacher aux seules politiques macroéconomiques, étant donné que les réformes structurelles sont un processus à moyen terme. Mais la principale source des problèmes dans tous ces pays était de nature structurelle — à savoir la faiblesse du secteur financier et des entreprises, les déficiences de la gouvernance et le manque de transparence. Et, avec le développement de la crise, les marchés se sont focalisés sur ces problèmes; il aurait été très difficile de regagner la confiance des investisseurs si les programmes des pays n'avaient pas inclus d'initiatives en vue d'y remédier, même si ces problèmes ne pouvaient être résolus du jour au lendemain. Les gouvernements devaient montrer qu'ils avaient conscience de leur ampleur et qu'ils étaient déterminés à les corriger.

En outre, les autorités des pays touchés ont été elles-mêmes désireuses de profiter de la crise pour faire passer d'importantes réformes qui, paradoxalement, ont suscité des critiques surtout à l'étranger. Tel a été en particulier le cas en Indonésie; malheureusement, l'action des responsables de la politique



M. Bijan B. Aghevli, ancien Directeur adjoint du Département Asie et Pacifique du FMI, est Directeur des études économiques et des politiques pour l'Asie à Chase Manhattan Bank.

économique a été sapée par des groupes et des personnes qui se trouvaient menacés par les réformes proposées et par un gouvernement qui s'est refusé à prendre des mesures décisives.

La situation actuelle

Les tendances se sont inversées en Corée et en Thaïlande, bien que la crise ne soit pas encore arrivée à son terme. Les monnaies se sont considérablement appréciées et les taux d'intérêt sont déjà revenus à des niveaux moins élevés qu'avant la crise, ce qui ouvre la porte à une reprise de la croissance et de l'investissement. Mais la période à venir sera sans doute encore très difficile. L'important, à présent, est de gérer prudemment la situation de manière à empêcher que les problèmes de chômage ne deviennent incontrôlables. Les deux pays sortiront beaucoup plus forts de la crise tant qu'ils resteront déterminés à mener à bien les réformes financières et celles des entreprises.

Le cas de l'Indonésie s'est toutefois révélé beaucoup plus compliqué en raison de l'interaction volatile des problèmes politiques et économiques. En juin 1998, le gouvernement du Président Habibie a renégocié le programme de réforme appuyé par le FMI en vue de remédier à la grave détérioration de l'économie, d'empêcher une spirale inflationniste incontrôlable et d'élargir le filet de protection sociale pour amortir l'impact de la crise sur les pauvres.

Le succès des programmes de réforme des pays d'Asie dépendra dans une large mesure des conditions extérieures. La vigueur persistante de l'économie aux États-Unis joue en leur faveur, mais on observe malheureusement des signes d'affaiblissement graduel dans les économies d'Europe occidentale. La situation du Japon est préoccupante : l'assainissement du système financier et un stimulant budgétaire adéquats sont indispensables pour relancer l'économie, sans quoi le redressement des pays en crise pourrait être compromis. La crise en Russie et ses répercussions en Amérique latine sont également préoccupantes, bien qu'elle n'ait eu jusqu'à présent que peu d'effets en Asie.

Leçons pour l'avenir

Les crises sont inévitables. Tant qu'il y aura des marchés financiers, il y aura des cycles d'expansion et de récession. Mais la vulnérabilité aux crises peut être limitée.

Premièrement, il faut améliorer l'information pour qu'il soit possible de suivre l'évolution de la situation et d'agir en temps opportun. Si le reste du monde avait su combien les systèmes financiers de ces pays d'Asie étaient faibles, on aurait pu y remédier plus tôt. De même, si le FMI avait su à quelle vitesse les réserves en devises de la Thaïlande, puis celles de la Corée, se résorbaient, les politiques économiques auraient pu être ajustées plus tôt.

Deuxièmement, le secteur financier joue un rôle crucial dans tous les cycles d'expansion-récession — dans les pays industrialisés comme dans les pays en développement. Il est essentiel que des procédures prudentielles et de contrôle appropriées soient mises en place et que les banques soient en

mesure d'évaluer les risques. Aussi les réformes des secteurs financiers sont-elles extrêmement importantes.

Troisièmement, l'une des grandes leçons de cette crise est qu'un pays doit se garder d'appliquer un régime de taux de change fixe s'il n'est pas prêt à s'en donner les moyens — c'est-à-dire qu'outre des politiques macroéconomiques saines, il lui faut un système bancaire sain et une position de réserves solide, capable de supporter une hausse défensive des taux d'intérêt pour éloigner les spéculateurs. Mais peu de pays peuvent maintenir un taux de change fixe lorsque la situation se dégrade.

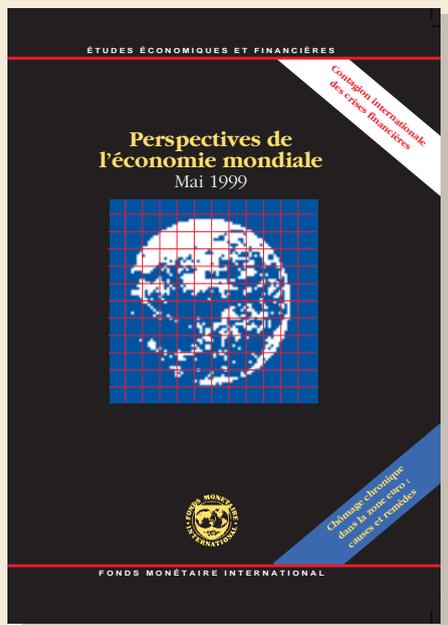
Quatrièmement, la libéralisation des marchés de capitaux doit être prudente. Le problème des pays asiatiques n'a pas été la libéralisation des mouvements de capitaux, mais le fait qu'elle n'a pas été opérée dans le bon ordre et qu'elle n'a été que partielle. Ces pays ont, pour la plupart, libéralisé les apports de capitaux à court terme avant les investissements étrangers directs, alors qu'ils auraient dû faire l'inverse. En outre, bien que les entrées de capitaux aient été libérées, le système financier est resté fermé à la concurrence étrangère. La conjugaison d'une libéralisation partielle et de rigidités structurelles a fait que les capitaux ont été investis sans que les risques soient dûment pris en compte.

Serait-il approprié d'imposer des contrôles des capitaux pour éviter des crises à l'avenir? Cela reviendrait à fermer la porte de l'écurie une fois que le cheval s'est enfui. De plus, les contrôles des capitaux sont beaucoup moins efficaces pour endiguer les sorties que pour limiter les entrées. Il serait beaucoup plus efficace de remédier radicalement aux problèmes fondamentaux du secteur financier et des entreprises et de créer un environnement optimal pour assurer l'utilisation productive des capitaux lorsqu'ils recommenceront à affluer. Il faut bien reconnaître que l'accès aux capitaux étrangers a largement contribué à la croissance rapide des pays asiatiques avant la crise. Même si leur production diminuait de 10 %, par exemple, leur croissance au cours des vingt dernières années serait encore impressionnante. Il importe surtout que la libéralisation des mouvements de capitaux s'effectue dans le bon ordre, pour que le système financier soit capable de canaliser les capitaux vers des investissements productifs. **F&D**

Le présent article est tiré d'une présentation de l'auteur à une conférence organisée conjointement par la Federal Reserve Bank de Chicago et le Fonds monétaire international sur le thème «L'Asie : analyse de la crise financière», les 8-10 octobre 1998, à Chicago.

Le FMI annonce...

Les Perspectives de l'économie mondiale, mai 1999



Dans leur rapport, les services du FMI donnent un compte rendu de l'évolution récente de l'économie mondiale, présentent leurs projections de croissance pour 1999 et 2000 et examinent les répercussions à l'échelle planétaire des crises sur les marchés émergents avec les défis qui en résultent pour les responsables des politiques économiques nationales. Deux études spéciales sont respectivement consacrées aux problèmes de la contagion financière internationale et du chômage chronique dans la zone euro. Un appendice statistique très complet fournit des données rétrospectives et des projections exhaustives.

ISSN 1020-1343

36 \$ (taux universitaire : 25 \$); broché

1999. ISBN 1-55775-810-7. Code de référence WEO-FA 00199

Consultez les publications du FMI sur internet à : <http://www.imf.org>. Les commandes réglées d'avance peuvent être transmises par la poste, ou passées par téléphone, par télécopie ou par courrier électronique. Pour toute commande réglée par carte de crédit, veuillez indiquer votre numéro de carte (American Express, Visa ou Mastercard) et la date d'expiration, accompagnés de votre signature.

International Monetary Fund • Publication Services • Box FD299 • 700 19th Street, N.W. • Washington, DC 20431 (U.S.A.) • Téléphone : (202) 623-7430 • Télécopie : (202) 623-7201 • Adresse électronique: publications@imf.org