

LA CRISE FINANCIÈRE EN ASIE

La crise financière en Asie de l'Est a commencé en mai 1997 par une attaque spéculative classique, qui a rompu l'ancrage du baht thaïlandais sur le dollar américain, le 2 juillet dernier. On a observé alors une contagion rapide aux devises malaise, philippine et indonésienne, ainsi que l'apparition de tensions intenses dans les systèmes financiers domestiques (taux d'intérêts très élevés, effondrement des cours boursiers, risques de faillites massives dans le secteur bancaire et manufacturier). Ces développements s'expliquent moins par l'appréciation récente des taux de change réels, que par des facteurs plus durables : un freinage du commerce régional et, surtout, l'affaiblissement des systèmes financiers au cours des dernières années. Ce dernier facteur a également contribué, depuis juillet, à amplifier l'incertitude quant à l'impact à moyen terme de la crise, ce qui entretient en retour sa dynamique. Enfin, cette fragilité financière pourrait aussi apparaître comme le vecteur d'une nouvelle contagion régionale, notamment en direction des autres économies asiatiques.

■ Le dollar responsable mais pas coupable¹

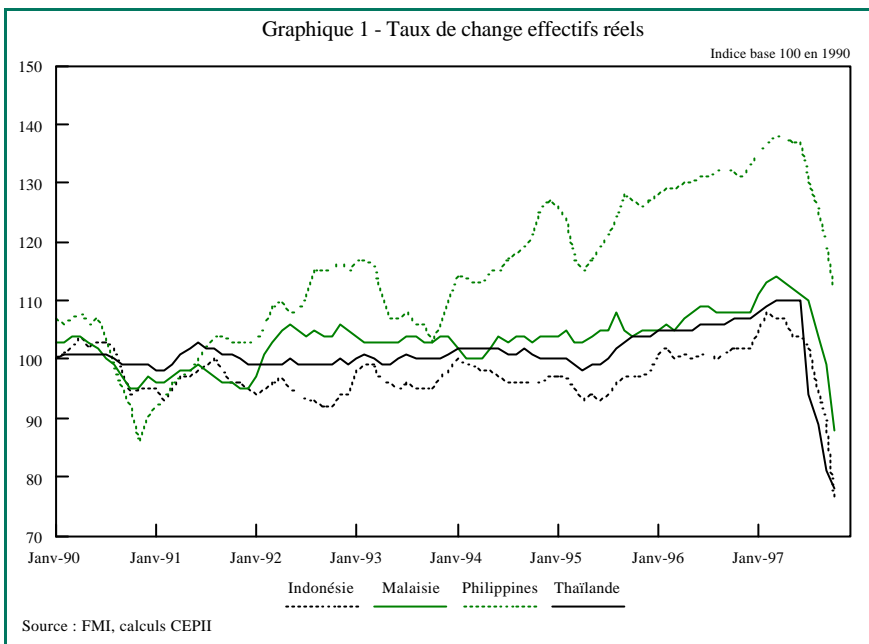
Après avoir subi une série d'attaques spéculatives à partir de mai 1997, la Banque Centrale thaïlandaise a cessé le 2 juillet de défendre sa devise, le baht, qui s'est fortement dépréciée. Dans les jours suivants, la crise s'est propagée à la Malaisie, aux Philippines et à l'Indonésie, et a touché également les marchés boursiers. Ensuite, au lieu d'une stabilisation progressive, on a observé une très grande instabilité des marchés régionaux, coupée de nouvelles et fortes corrections des cours à la baisse. Au total, entre le 1er juillet et la mi-octobre 1997, la dépréciation des taux de change s'est inscrite entre 30% et 50%, celles des cours boursiers entre 20% et 30%.

Une explication commune à la crise des monnaies asiatiques met en avant leur ancrage fixe sur le dollar. L'appréciation de la devise américaine, depuis le milieu de 1995, serait la cause principale des graves déséquilibres courants des deux dernières années (entre 4% et 8% du PIB). Les attaques spéculatives de juin et juillet auraient simplement pour objet de corriger des situations de surévaluation manifeste du change. Cependant, si l'on calcule les taux de change effectifs réels des devises régionales, en intégrant ainsi la structure géographique du commerce extérieur de chaque pays (graphique 1), il apparaît que l'appréciation enregistrée au cours des dix-huit mois antérieurs à la crise est significative (de l'ordre de 10%), mais qu'elle ne peut pas rendre compte

entièrement du ralentissement des exportations (graphique 2).

En outre, on relève que les soldes courants se sont dégradés surtout en 1994-1995, avant que l'appréciation du dollar ne puisse jouer, alors qu'en 1996 on a observé un ralentissement simultané des exportations et des importations. Ceci renvoie pour partie au contenu élevé en importations des produits exportés ; mais, sur le fond, ceci dénote plus un ralentissement de la demande adressée à la région, qu'une dégradation de la compétitivité. On remarque d'ailleurs que le freinage des exportations a touché toute la région, y compris la Chine et les Nouveaux Pays Industrialisés (Corée du Sud, Hongkong, Singapour, Taiwan). Il est probable que l'intégration régionale dans la filière électronique, qui était dans une phase basse du cycle en 1996, a pesé sur la conjoncture. Plus généralement, cet épisode reflète aussi les limites d'un modèle de croissance suivi depuis une vingtaine d'années, fondé sur une forte spécialisation des exportations, une main d'œuvre peu qualifiée et une épargne interne très élevée.

Le constat que l'appréciation du dollar n'a pas joué un rôle décisif dans la dérive des comptes courants n'implique pas cependant qu'elle ait été absente de la dynamique de la crise. Avant juillet 1997, elle a accru l'incitation, pour chaque pays, à renoncer à son



ancrage sur le dollar et, à travers lui, sur les autres monnaies de la région. S'ajoutant aux déséquilibres extérieurs, la perception, par les opérateurs de marchés, de ce problème implicite de coordination a précipité les attaques spéculatives du printemps dernier. Depuis juillet, on a observé aussi des effets de contagion très rapides, liés à la nécessité de compenser régionalement les gains de compétitivité prix obtenus ponctuellement par tel ou tel

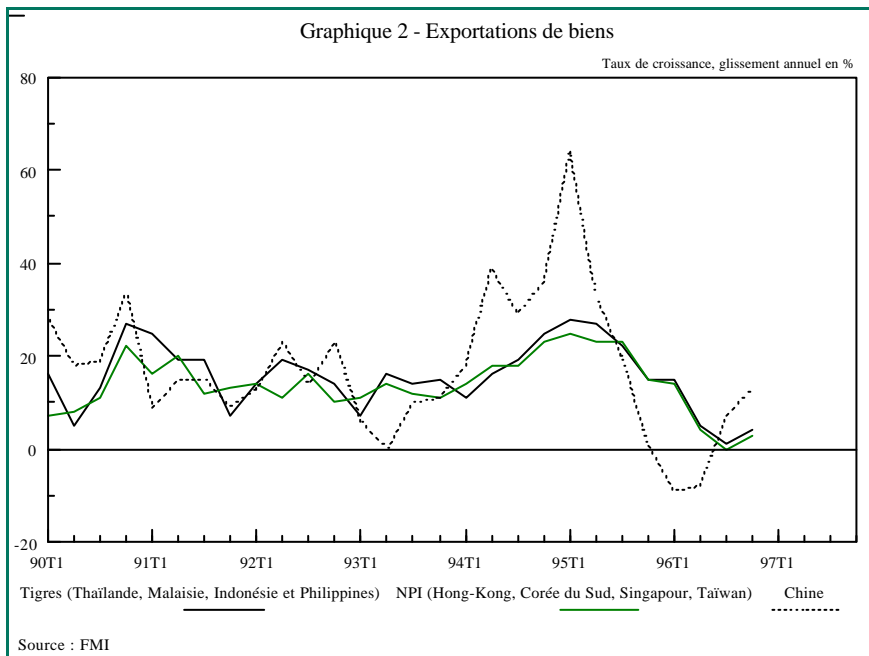
fragilité financière ont été généralement antérieurs aux attaques sur le taux de change - en particulier un emballement des marchés immobiliers et un gonflement de la part des prêts non-performants dans les bilans bancaires ; en Thaïlande (graphique 3), pays de loin le plus touché par la crise, un **krach** boursier de très grande ampleur a également précédé de près de dix-huit mois la rupture du change. Ces problèmes, d'ampleur variable

apprécier ses développements possibles. Ce constat oriente l'analyse vers des facteurs internes à ces économies : les déséquilibres extérieurs seraient moins la conséquence d'une perte de compétitivité, que l'effet d'une dégradation des conditions de la croissance depuis 1994, en particulier en raison de l'affaiblissement des systèmes bancaires et financiers.

■ Une dynamique de crise financière

Il est remarquable en effet que les premiers symptômes de

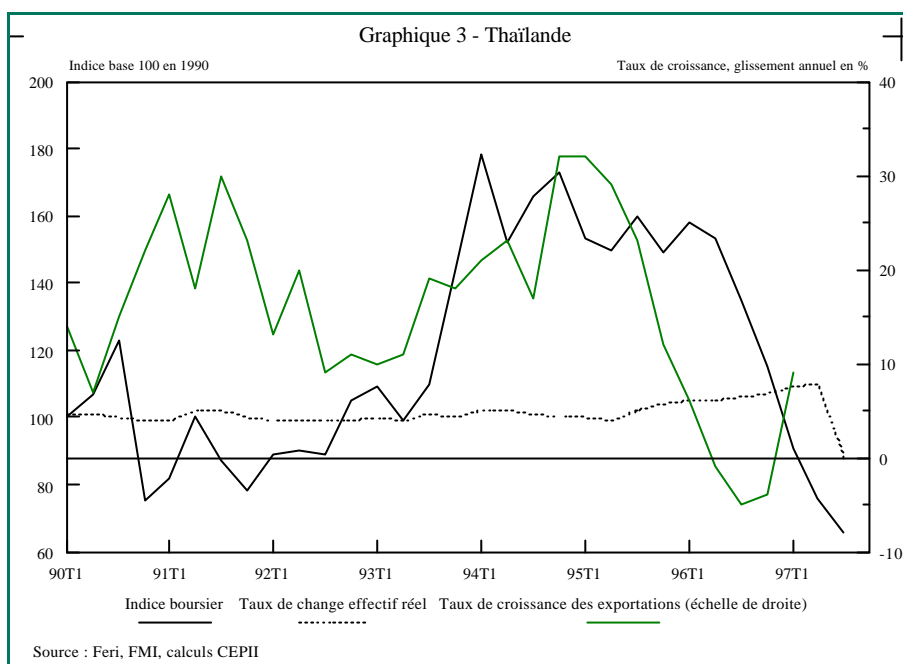
selon les pays, renvoient d'abord à une mauvaise réaction des politiques monétaires face aux entrées massives de capitaux des années 1993-1995. Contraintes de protéger leur change fixe contre une appréciation, les Banques Centrales ont accumulé des réserves en devises qui ont eu pour contrepartie un gonflement rapide des agrégats monétaires, du crédit intérieur et enfin de la demande interne : dans une large mesure, les déficits courants enregistrés depuis 1995 reflètent les excédents de la balance des capitaux des années 1993-1995.



pays. Il est clair, aussi, qu'à moyen terme les dévaluations cumulées sont porteuses d'une relance puissante des exportations.

Cela étant, la difficulté à stabiliser les marchés régionaux, au cours des derniers mois, confirme aussi que d'autres facteurs que le change réel doivent être pris en compte pour expliquer la dynamique de cette crise, et pour

C'est toutefois sur le plan microéconomique que les dysfonctionnements les plus graves ont été enregistrés. Plutôt que de prendre la forme, par exemple, d'investissements directs, les entrées de capitaux ont correspondu à des emprunts en devises par les banques locales, en particulier en Thaïlande (tableau). Les investisseurs étrangers ont donc entièrement délégué aux



sements finaux réalisés avec ces ressources n'ont pas dégagé un flux de revenu permettant de servir normalement ces dettes. Toutefois, ce n'est que dans un second temps que la réaction des investisseurs internationaux a entraîné une correction plus brutale, par les taux de change.

La rupture de l'ancrage sur le dollar a alors amorcé une phase de crise ouverte, porteuse de risques de faillites immédiats. Au passif des bilans des banques, les dépréciations successives se sont traduites par des réévaluations équivalentes de

intermédiaires domestiques la responsabilité de sélectionner, puis de surveiller les emprunteurs finaux - ce qui s'est avéré un mauvais calcul. Compétences bancaires limitées, surveillance bancaire faible, structures de **governance** opaques, liens avec les milieux politiques, etc. : toutes ces caractéristiques habituelles des systèmes bancaires mal régulés ont vu leurs effets amplifiés par un afflux de liquidité internationale, qui s'est ajouté à une épargne domestique déjà abondante. Ceci s'est traduit, à la marge, par une mauvaise sélection des investissements, qui a nourri d'abord des bulles spéculatives sur les marchés boursiers et immobiliers, puis des pertes d'exploitation croissantes².

Le fléchissement des Bourses et la montée des pertes bancaires, à partir de 1995, s'analysent donc comme la conséquence d'une mauvaise allocation du capital au cours des années antérieures, dont les effets ont été provisoirement dissimulés par une croissance forte et des règles comptables accommodantes. La révision à la baisse de la valeur de ces actifs a sanctionné aussi l'échec de la stratégie d'endettement extérieur adoptée par le secteur bancaire au cours des années antérieures : les investis-

la contrepartie en monnaie locale de leurs engagements nets en devises. Dans le même temps, l'actif des banques s'est dévalorisé rapidement, en raison de l'effondrement des cours immobiliers et boursiers, et de la perspective d'une vague de faillites dans le secteur des entreprises (surendettement, ralentissement de la croissance, taux d'intérêt très élevés, assèchement à court terme du crédit bancaire). Les dépréciations ont donc révélé des problèmes implicites de solvabilité bancaire, tout en démultipliant les pertes potentielles en capital, par rapport à ce qu'aurait exigé une résolution ordonnée, à froid, des problèmes d'insolvabilité rencontrés par les emprunteurs finaux³.

Dans ces conditions, toute poursuite des dévaluations augmente l'instabilité des systèmes bancaires, mais aussi le coût total de la crise pour ces économies : montée des tensions inflationnistes, revalorisation du service de la dette extérieure et risques de pertes majeures, en termes de capacités d'intermédiation et de potentiel de reprise dans le secteur réel. Ceci explique que le comportement des marchés ne relève plus de la recherche, même approximative, de taux de change soutenables, mais plutôt d'une dynamique à équilibres multiples : l'incertitude quant aux coûts de la crise nourrit l'instabilité des anticipations et accroît les risques de nouveaux décrochements des cours, face à des perturbations exogènes (une déclaration politique malvenue, une catastrophe écologique, etc.) ; en retour, toute nouvelle dépréciation augmente le coût probable de la crise et accentue encore l'incertitude des marchés. Ainsi, un épisode considéré initialement comme relativement mineur, dans des pays comme l'Indonésie ou les

3

Les financements de l'économie taïwanaise (1991-1996)						
	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Balance des paiements (milliards de \$)						
Solde courant	-7,6	-6,3	-6,3	-8,0	-13,6	-14,4
Crédits aux banques	0,2	1,8	3,3	13,2	10,5	nd
Autres capitaux	11,6	7,4	7,1	-0,3	9,6	nd
Variations des réserves de change	4,2	2,9	4,1	4,9	6,7	1,7
Bilan des banques commerciales (en milliards de bahts)						
Engagements extérieurs nets du secteur bancaire	52	89	195	611	928	1 069
Masse monétaire M3	1 832	2 117	2 507	2 829	3 310	3 727
Crédit aux entreprises	1 697	2 045	2 536	3 304	4 086	4 687

Source : FMI.

2. Sur le lien entre crises bancaires et crises de change, voir notamment : M. Goldstein, P. Turner, "Banking Crisis in Emerging Economies: Origins and Policy Options", BRI, Bâle, **BIS Economic Paper** n°46, 1996 et C.J. Lindgren, G. Garcia, M. Saal, **Bank Soundness and Macroeconomic Policy**, IMF, Washington, 1996.

3. Voir notamment "On Sale Soon: Thailand's Banks", **Wall Street Journal**, 13 octobre 1997.

Philippines, pourrait se transformer progressivement en une crise grave, aux conséquences durables.

■ Une crise due aux dysfonctionnement du régime de croissance

Comparé à la crise mexicaine de 1995, l'épisode actuel est beaucoup plus difficile à contrôler en raison du risque économique implicite et du nombre d'acteurs concernés, dans quatre pays différents. En 1995, l'incertitude portait sur le refinancement de la dette à court terme d'un Etat solvable, soit un problème de liquidité, potentiellement dangereux, mais qui a pu être résorbé par l'intervention d'un prêteur en dernier ressort - le Fond Monétaire International et le Trésor américain⁴. La crise bancaire, qui a coûté très cher à la collectivité, a pu être traitée après la stabilisation de mars 1995, tandis qu'aujourd'hui elle est le nœud de la crise : celle-ci découle d'un problème de solvabilité privée, qui implique potentiellement la faillite de centaines de banques et d'entreprises, sur lesquelles les marchés ne disposent que d'une information très faible. Ceci explique les difficultés rencontrées par les gouvernements et le FMI pour définir une stratégie de sortie de crise, au-delà de mesures ordinaires de stabilisation (budget et monnaie). En effet, si la dynamique erratique des marchés depuis juillet dernier appelle bien l'intervention d'un régulateur public, celui-ci ne saurait être un prêteur en dernier ressort, dont la fonction n'est en aucun cas de renflouer des investisseurs mal avisés.

L'ajustement du change et une intervention à court terme sur les marchés ne pourront donc pas résoudre seuls les problèmes structurels sous-jacents à la crise : une période de croissance ralentie va probablement s'ouvrir dont les enjeux seront la réforme bancaire, la rentabilité de l'offre industrielle et la régulation de la demande interne. Résorber les conséquences financières de la crise impliquera ainsi des faillites et des restructurations, dans les entreprises et dans les banques, au sein d'un processus qui inclura le secteur public et qui pourrait se révéler très lent : l'exemple japonais montre que même une économie à épargne forte peut connaître plusieurs années de

stagnation si elle ne parvient pas à régler les séquelles d'une crise de surinvestissement et de mauvaise allocation du capital. La recherche d'un nouveau modèle de croissance, porteur notamment d'une meilleure valorisation du capital et du travail, impliquera notamment le renforcement d'un certain nombre d'institutions publiques (éducation, fiscalité, surveillance des banques, règles de concurrence, etc.) et, ainsi, la redéfinition des rôles respectifs de l'action publique et de l'initiative privée.

Au-delà des économies aujourd'hui les plus touchées par la crise actuelle, quels sont les canaux par lesquels sa dynamique pourrait s'étendre au reste de l'économie mondiale ? Les corrections récentes sur les marchés de change et sur les Bourses de Hongkong, de Taiwan et de la Corée du Sud ont fourni un exemple très clair de contagion internationale⁵. Un autre canal passerait par le Japon : alors que le faible poids des quatre pays est-asiatiques dans ses exportations (12,5%) limite les risques directs pour l'activité réelle, la fragilité du système financier domestique pourrait de nouveau jouer un rôle amplificateur. Des pertes importantes en Asie de l'Est seraient ainsi susceptibles d'aggraver les problèmes de solvabilité non résolus des banques japonaises et, du même coup, la 'crise lente' que connaît cette économie depuis plusieurs années. Ceci pourrait donner lieu à un nouveau rebondissement international de la crise, soit par le biais des marchés d'actions, comme dans le cas du **krach** de Hongkong (23 octobre 1997), soit par le biais des marchés obligataires. Dans les deux cas de figure, la nécessité, pour les grands investisseurs internationaux, de couvrir des pertes en capital pourrait précipiter des désinvestissements massifs sur de nombreux marchés, qui se traduiraient par une hausse généralisée des taux d'intérêt à long terme. Ceci pourrait alors peser sur la croissance mondiale, notamment en Europe et dans les régions émergentes.

**Jérôme Sgard
Loïc Cadiou
Michel Aglietta
Agnès Bénassy-Quéré**

4. Voir Jean Pisani-Ferry et Jérôme Sgard, "Leçons mexicaines", *La Lettre du CEPII*, 134, avril 1995.

5. La rédaction de cette lettre a été achevée le 24 octobre 1997.

LA LETTRE DU CEPII

RÉDACTION
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales,
9, rue Georges-Pitard
75015 Paris.
Tél. 33 01 53 68 55 14
Fax : 33 01 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA
PUBLICATION :
Directeur du CEPII

RÉDACTEUR EN CHEF :
Claire Lefebvre

CONCEPTION GRAPHIQUE :
Pierre Dusser

RÉALISATION : Annick Hutteau
GRAPHIQUES : Didier Boivin

DIFFUSION
La Documentation française.

ABONNEMENT
(11 numéros)
France 295 F TTC
Europe 305 F TTC
Autres pays 305 F HT

Adresser votre commande à :
La Documentation française,
124, rue Henri Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex
Tél. : 01 48 39 56 00.

Le CEPII est sur le WEB
son adresse : www.cepii.fr

ISSN 0243-1947
CCP n° 1462 AD
4^{ème} trimestre 1997
Octobre 1997

Imp. ROBERT-PARIS
Imprimé en France.

*Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du
CEPII. Les opinions qui y sont
exprimées sont celles des auteurs.*