

La crise financière asiatique

Quelles leçons en tirer?

Maintenant que la crise asiatique est derrière nous, quelles leçons pouvons-nous en tirer et comment les appliquer pour éviter de nouvelles crises et limiter les dégâts de celles qui surviendront à l'avenir?

Timothy Lane

LA CRISE financière asiatique qui s'est propagée de la Thaïlande aux autres pays de la région au cours du deuxième semestre de 1997 a plongé ces pays dans une profonde récession, avec son cortège de chômage, de misère et de désagrégation sociale. Son apparition, sa propagation et sa persistance ont également remis en cause un certain nombre d'idées reçues : elle a surtout frappé les «tigres asiatiques», qui ne souffraient guère des faiblesses habituelles des pays qui font appel au FMI. Ils avaient des budgets excédentaires, des taux d'épargne privée élevés, une inflation faible et, pour la plupart, un taux de change dans les normes.

La crise semble maintenant terminée : les marchés se sont stabilisés et des reprises vigoureuses sont en cours, même s'il reste à réaliser bon nombre des nécessaires réformes structurelles. Cependant, les événements des deux dernières années ont soulevé des questions importantes. Pourquoi ces pays ont-ils connu une telle crise? Pourquoi les programmes appuyés par le FMI en Corée, en Indonésie et en Thaïlande n'ont-ils pas permis de stopper la panique des marchés et d'empêcher une brutale récession qui a suivi?

Fragilité financière

Plusieurs facteurs ont pu contribuer au déclenchement et à la propagation de la crise asiatique, mais le principal a été, semble-t-il, la fragilité financière. Quatre aspects interdépendants retiennent particulièrement l'at-

tion : 1) beaucoup d'institutions financières et d'entreprises avaient contracté, sans couverture adéquate, des emprunts en devises qui les rendaient vulnérables à la dépréciation de la monnaie nationale; 2) il s'agissait pour l'essentiel de dettes à court terme alors que les actifs étaient à plus long terme, d'où le risque d'une crise de liquidité aux effets semblables à ceux d'une ruée sur les guichets des banques; 3) avant la crise, les prix s'étaient envolés sur les marchés boursiers et immobiliers, et une chute brutale des prix des actifs était donc à craindre; 4) l'allocation du crédit était souvent déficiente, ce qui a contribué aux problèmes de plus en plus criants des banques et autres institutions financières.

Comment les systèmes financiers de ces pays sont-ils devenus si fragiles? La dégradation tient en partie à l'inefficacité du contrôle et de la réglementation du système financier, dans le contexte de sa libéralisation. La libéralisation des mouvements de capitaux a été mal planifiée, favorisant l'emprunt à court terme alors même que la souplesse limitée des taux de change poussait les emprunteurs à sous-estimer le risque de change. Les politiques monétaires ont autorisé l'explosion du crédit intérieur. L'imprudence des banques et des entreprises emprunteuses n'a eu d'égale que celle des prêteurs étrangers qui trahissait, peut-être, une gestion déficiente des risques, une perception erronée des garanties publiques implicites et l'insuffisance des informations disponibles.

Dans ces conditions, la crise financière, une fois déclenchée, a été difficile à arrêter. La débandade des investisseurs nationaux et étrangers a créé un cercle vicieux : la dépréciation des monnaies nationales a rendu un nombre croissant d'institutions insolubles, réduisant encore les chances de remboursement des créanciers et accélérant l'hémorragie de capitaux. En outre, de nombreux facteurs défavorables sont venus aggraver la situation après la mise en place des programmes appuyés par le FMI : les événements politiques et le peu d'empressément des autorités à appliquer les mesures convenues ont semé le doute quant à leur volonté de réforme; des chiffres inquiétants (à propos surtout du bas niveau des réserves internationales), jusque-là occultés, ont été dévoilés au plus fort de la crise; en Indonésie, les indispensables fermetures des banques insolubles n'ont été assorties que de garanties limitées pour les déposants sans assurance claire quant à leur protection dans l'éventualité d'autres fermetures; en outre, l'incertitude régnait quant au montant des concours financiers qui serait effectivement disponible.

Gestion de la crise

La riposte, au travers des programmes appuyés par le FMI, s'est organisée sur trois fronts : de vastes plans officiels de financement, assortis de mesures visant à contenir l'exode des capitaux privés; un ensemble sans précédent de réformes structurelles; et des politiques macroéconomiques visant à lutter directement contre la crise. La substance des programmes est étudiée de façon plus approfondie dans d'autres articles (voir, par exemple, Lane *et al.*, 1999), mais nous en décrivons ci-dessous certains des aspects principaux.

Financement. Impressionnants à première vue, les montages financiers élaborés pour venir en aide aux pays asiatiques frappés par la crise (36 milliards de dollars pour l'Indonésie, 58 milliards pour la Corée et 17 milliards pour la Thaïlande) ne l'étaient plus autant en comparaison des flux potentiels de capitaux privés. De plus, ces sommes n'étaient pas entièrement disponibles — du moins au départ — pour contrer les tensions du marché. D'abord, les concours du FMI étaient décaissables par tranches réparties sur la durée prévue des programmes, selon une formule habituelle qui doit inciter les autorités des pays bénéficiaires à ne pas dévier des politiques d'ajustement convenues, mais qui les a en fait empêchées de contrer immédiatement les pressions du marché. En outre, une partie de l'aide bilatérale promise à la Corée et à l'Indonésie — la «seconde ligne de défense» — n'a jamais été décaissée.

Par ailleurs, les programmes ne pouvaient se déployer comme prévu que si un montant substantiel de capitaux privés demeurait sur place. L'objectif initial était de rassurer les marchés pour que les investisseurs décident d'eux-mêmes de ne pas retirer leurs capitaux. Seule la Thaïlande a cherché d'entrée de jeu à conclure un accord implicite avec ses créanciers. La Corée, qui a subi une sortie massive de capitaux privés au cours des trois premières semaines de l'application de son programme de réforme, n'a évité le défaut de paiement que grâce à une entente de dernière minute conclue avec ses principaux créanciers bancaires en vue de la reconduction de ses lignes de crédit, suivie d'un accord de rééchelonnement de sa dette à court terme. En Indonésie, un moratoire de fait a été imposé, et les discussions avec les

créanciers ont été entamées en février 1998. La restructuration a été compliquée par le fait que près de la moitié de la dette extérieure totale avait été contractée par des entreprises, et non des banques.

Il y a lieu de se demander s'il n'y aurait pas eu moyen d'agir plus tôt et plus vigoureusement pour associer les créanciers privés aux opérations de sauvetage, c'est-à-dire de les obliger à maintenir leur niveau de financement net dans les pays débiteurs — par la restructuration de la dette et la régulation des sorties de capitaux. Cette idée est intéressante : elle permet de briser le cercle vicieux sorties de capitaux-dépréciation-insolvabilité, et de faire comprendre aux créanciers privés que les concours financiers officiels ne suffiront pas nécessairement à leur sauver la mise. Cependant, il n'est pas aisé, en pleine crise, de convaincre les investisseurs privés de prendre part au tour de table. Une intervention musclée aurait presque certainement exacerbé la contagion et risqué au total de causer un exode, et non un afflux, des capitaux privés dans les pays touchés. La réflexion de fond qui a suivi la crise a donc principalement porté sur la mise en place de dispositifs préventifs pour maintenir l'exposition du secteur privé, plutôt que sur l'adoption de mesures radicales après coup.

Réformes structurelles. Les réformes structurelles ont été d'emblée au coeur des programmes nationaux conçus pour s'attaquer aux causes et aux conséquences de la crise, et créer des conditions propices à la croissance à moyen terme. Les détails de ces réformes, qui sortaient en général du champ de compétences du FMI, ont, dans bien des cas, été mis au point en collaboration avec la Banque mondiale et la Banque asiatique de développement.

Les réformes structurelles visaient essentiellement le secteur financier et les entreprises, avec un double objectif : 1) réparer les dégâts causés par la crise (fermeture des institutions insolubles et renforcement de celles jugées viables; mise en place de mesures visant à limiter les risques de ruée sur les guichets des banques et l'expansion incontrôlée des liquidités); 2) remettre le système sur une assise solide — notamment en améliorant le contrôle et la réglementation du secteur financier — afin de réduire les risques de nouveaux problèmes. Ces deux volets étaient interdépendants. Il aurait été vain de remettre sur pied des institutions faibles pour qu'elles poursuivent leurs activités dans un système mal réglementé, et il y aurait eu très peu d'avantages à mettre en place un système moderne de réglementation pour des institutions insolubles ou au bord de la faillite.

Les réformes structurelles englobaient beaucoup d'autres domaines. En vue d'améliorer la gestion des affaires publiques et la concurrence, des efforts ont été engagés pour réformer les monopoles et les cartels d'État, renforcer les lois sur la concurrence et accroître la transparence des données économiques et financières. Les réformes du commerce international visaient principalement à favoriser la poursuite de la libéralisation, afin d'éviter un retour à la politique du chacun pour soi.

Les réformes du secteur social, destinées à consolider et à élargir les dispositifs de protection sociale existants, ont été essentielles, au vu des préoccupations suscitées par les effets de la crise sur les populations pauvres et vulnérables. Elles visaient à favoriser les transferts de revenus, à lutter contre le chômage au

moyen de divers programmes d'aide à l'emploi et de formation, à limiter les répercussions des hausses de prix sur les ménages pauvres en créant ou en maintenant des programmes de subventions pour l'alimentation, l'énergie et le transport, et à protéger l'accès des pauvres aux soins de santé et à l'éducation.

L'ampleur de ces programmes de réformes structurelles amène à se demander si on n'a pas péché par excès. Il ne faut pas prendre cette critique à la légère : si le bien-fondé des mesures prises pour le secteur financier et les entreprises n'est pas contesté, la nécessité immédiate de bien d'autres réformes est moins évidente. Des questions importantes persistent quant au rythme et à l'enchaînement appropriés des réformes, et quant à l'importance relative accordée aux divers aspects alors même que les programmes étaient de plus en plus centrés sur le secteur financier et les entreprises, ainsi que sur la politique sociale.

Politiques macroéconomiques. Tandis que les programmes initiaux de soutien du FMI étaient en préparation, les autorités des trois pays en crise ont été contraintes par la pression massive des marchés à laisser flotter leurs monnaies. On a donc tenu cette mesure pour acquise, et les politiques ont été formulées en conséquence. La décision de ne pas chercher à rétablir l'arrimage du taux de change était principalement justifiée par l'insuffisance des réserves et par la réticence des autorités à adopter une politique monétaire rigoureuse pour défendre la parité.

Le flottement des monnaies et les turbulences qui secouaient les marchés à l'époque ont contraint la politique monétaire à faire un arbitrage délicat entre le désir de résister aux pressions du marché pour éviter la spirale dépréciation-inflation et celui de limiter les effets néfastes de l'austérité monétaire sur le secteur réel de l'économie. Les résultats ont été très différents selon le pays. La Corée et la Thaïlande ont présenté des cas d'école de stabilisation réussie : les taux d'intérêt nominaux, après une certaine période de flottement, ont connu une hausse sensible, et les taux réels ont atteint des sommets de plus de 20 % en Corée et d'environ 15 % en Thaïlande, avant de baisser graduellement. À partir du milieu de 1998, les taux d'intérêt nominaux et réels des deux pays étaient égaux ou inférieurs à ceux d'avant la crise, tandis que les tensions s'atténaient et que les monnaies se raffermis-saient. En Indonésie, les choses ont été très différentes : la politique monétaire a dérapé sous l'effet de l'injection massive de liquidités dans un système bancaire en voie d'effondrement, sur fond de graves troubles politiques et sociaux. L'expansion monétaire a précipité la dépréciation de la roupie alors que le taux d'inflation montait en flèche. Les taux d'intérêt nominaux ont été poussés à des niveaux élevés, mais cette hausse a été provoquée entièrement par la dépréciation et par l'augmentation des primes de risque; les taux d'intérêt réels sont demeurés négatifs à partir du début du programme appuyé par le FMI et pendant tout l'été 1998. La masse monétaire au sens large, en termes réels, et le crédit ont poursuivi leur ex-

«Les réformes du secteur social ont été essentielles au vu des préoccupations suscitées par les effets de la crise sur les populations pauvres et vulnérables.»

pansion, avec toutefois d'importantes fluctuations mensuelles liées aux sursauts de l'inflation. Ainsi, la situation monétaire a échappé à tout contrôle et les perturbations du marché ont persisté, créant un cercle vicieux. La situation ne s'est finalement stabilisée qu'au cours des derniers mois de 1998.

L'expérience de ces pays donne à penser que le resserrement de la politique monétaire a été un moyen efficace de stabiliser la monnaie. En fait, il aurait peut-être été moins coûteux d'agir plus tôt et plus énergiquement dans ce sens. La période de taux d'intérêt élevés a été relativement éphémère et n'a pas provoqué l'implosion de la monnaie ni

du crédit. Les portefeuilles des banques en ont pâti, mais elles auraient encore plus souffert si on avait laissé filer la dépréciation. Toutefois, des questions subsistent quant au degré de rigueur voulu et à l'efficacité d'une telle politique dans un contexte d'insolvabilité généralisée. Et les conséquences néfastes du resserrement du crédit sur nombre d'emprunteurs potentiels, notamment les petites entreprises, sont également préoccupantes. Cela montre bien l'urgence de poursuivre la restructuration du secteur financier afin d'éliminer les obstacles qui nuisent à l'allocation efficace du crédit.

Avant la crise, la situation budgétaire de ces pays était relativement solide, et ils affichaient des excédents depuis plusieurs années. La politique budgétaire expansionniste n'a contribué au déclenchement de la crise qu'en Thaïlande. Lorsque les politiques budgétaires ont été élaborées au départ, dans le cadre des programmes, on s'attendait à une poursuite de la croissance, malgré un possible ralentissement, et on prévoyait que le compte des transactions courantes aurait besoin d'être renforcé pour faire face à un reflux des capitaux étrangers. Certaines mesures de rééquilibrage budgétaire devaient servir à alléger le fardeau de l'ajustement pour le secteur privé et à absorber les coûts de la restructuration financière et la hausse des dépenses sociales. Les mesures prévues étaient plus radicales pour la Thaïlande, où le déficit avait augmenté l'année précédente. En Corée et en Indonésie, par contre, même les programmes initiaux prévoyaient peu de mesures globales d'assainissement et se limitaient à chercher ailleurs dans le budget des ressources pour couvrir le coût prévisible de la recapitalisation des banques. Rétrospectivement, au vu de la chute de la demande privée, la politique budgétaire aurait dû être plus expansionniste, et elle a complètement changé de cap lorsque ce constat s'est imposé. La détérioration du climat économique a conduit directement à des hausses substantielles des déficits budgétaires, accompagnées, à partir de 1998, par un assouplissement des objectifs budgétaires des programmes.

Les leçons de la crise

La crise soulève un certain nombre de questions importantes pour le système financier international, dont beaucoup sont liées à la mise au point d'une nouvelle architecture financière internationale. Elle a montré en particulier combien il est difficile d'arrêter une crise, une fois qu'elle est enclenchée,

compte tenu de la vitesse avec laquelle les flux de capitaux à court terme peuvent réagir à l'évolution du sentiment du marché. La clé du problème réside donc dans la prévention.

Mais comment les pays peuvent-ils éviter l'accumulation des facteurs de vulnérabilité qui ont conduit à la crise asiatique? D'abord, cela ne fait aucun doute, en appliquant de saines politiques macroéconomiques. Le régime de change est un aspect particulièrement controversé, car de nombreux observateurs accusent la flexibilité limitée du taux de change d'avoir favorisé les entrées de capitaux au cours de la période qui a précédé la crise. Certains en concluent que les seules solutions viables consistent soit à laisser la monnaie flotter, soit au contraire à imposer une parité fixe (par la mise en place d'une caisse d'émission ou par la dollarisation), tandis que d'autres sont sceptiques quant à la validité de cette loi du «tout ou rien». La réflexion et la recherche se poursuivent activement sur ce sujet.

L'amélioration de la réglementation et du contrôle du secteur financier, tant dans les pays débiteurs que chez leurs créanciers, est un autre élément clé. La crise a également fait ressortir les failles possibles de la gestion du risque par les intermédiaires financiers internationaux, en particulier la faiblesse des analyses de sensibilité du risque à une évolution des prix qui reste possible, quoique peu vraisemblable.

La transparence est un autre élément important de la prévention des crises. La diffusion de certaines informations inquiétantes au plus fort de la crise asiatique a exacerbé la panique sur les marchés. Ces informations auraient dû être dévoilées plus tôt, à un moment où elles auraient plutôt contribué à ralentir les entrées de capitaux. En temps normal, l'amélioration des normes de diffusion des données et les mesures visant à accroître la transparence des politiques pourraient aider les marchés à mieux évaluer les risques, empêchant ainsi l'aggravation des déséquilibres et favorisant l'intervention en temps utile des décideurs pour corriger les vulnérabilités. Une plus grande transparence de la part du FMI lui-même fait partie intégrante de ce programme.

Un resserrement de la surveillance internationale avec un contrôle plus étroit du secteur financier et le suivi de l'application des normes internationales pourraient également aider les décideurs à anticiper les problèmes. Un volet régional devrait également permettre d'avertir les responsables en cas de contagion anticipée comme celle qui a caractérisé la crise asiatique.

Il est plus difficile de déterminer comment associer les créanciers privés à la prévention ou à la résolution des crises. Tout le problème est de maintenir l'exposition des créanciers privés — et de faire supporter leurs pertes aux créanciers à court terme, le cas échéant — sans trop exacerber la contagion. Depuis peu, les instances internationales s'attachent à évaluer les mérites des mesures préparatoires qui peuvent être prises en temps normal — par exemple modification des contrats obligataires types pour en faciliter la restructuration en cas de crise et établissement de lignes de crédit préventives auprès d'institutions financières privées. La question de la révision de la poli-



**M. Timothy Lane est
Chef de la Division de
l'examen des politiques,
Département de l'élabo-
ration et de l'examen
des politiques du FMI.**

tique du FMI concernant les prêts aux pays ayant des arriérés de paiements envers des créanciers privés vient se greffer sur ce problème.

La régulation des mouvements de capitaux présente un autre problème épineux dont on distingue trois aspects principaux : 1) l'ordre dans lequel il convient de libéraliser les mouvements de capitaux, la crise ayant en effet montré qu'il est dangereux de libéraliser les flux à court terme tout en continuant à restreindre les flux à long terme et que la libéralisation doit aller de pair avec le renforcement du système financier; 2) les avantages possibles d'un impôt visant à décourager les entrées de capitaux à court terme (formule adoptée au Chili); 3) l'efficacité de la régulation des mouvements de capitaux en situation de crise. Le problème principal pour le système international n'est pas tant de savoir si le contrôle des changes aurait limité la gravité de telle ou telle crise, mais de déterminer si un

régime où l'on tend à imposer des contrôles en cas de crise permet de réduire ou d'augmenter le nombre et l'intensité de ces crises — compte tenu du fait que la perspective du contrôle des changes incite les investisseurs à retirer leurs capitaux aux premiers signes d'un problème. Il faut aussi prendre en compte les répercussions à plus long terme : la restriction de l'accès aux marchés internationaux des capitaux.

La gestion des crises présente une autre série de problèmes distincts. S'agissant de la politique monétaire, l'expérience de la crise asiatique incite à conclure que la rigueur a en général porté ses fruits. Après une période de taux d'intérêt élevés, les tensions se sont atténuées et les taux ont été ramenés à un niveau inférieur à celui d'avant la crise. En fait, un raffermissement plus précoce de la politique monétaire aurait peut-être permis de lutter encore plus efficacement contre la crise. Néanmoins, de nombreuses questions importantes concernant l'efficacité d'une hausse des taux d'intérêt en cas de crise caractérisée par une insolvabilité généralisée restent sans réponse. En ce qui a trait à la politique budgétaire, la crise a mis en lumière la nécessité pour les pays d'adapter leur riposte à l'évolution des conditions macroéconomiques. S'agissant des politiques structurelles, la crise a non seulement montré l'importance d'une riposte énergique, mais aussi soulevé des questions importantes — dont la plupart restent toujours sans réponse — quant au rythme et à l'enchaînement optimaux des réformes.

Finalement, la crise nous a amenés à revoir le mode de déploiement des financements officiels face aux crises, en nous interrogeant notamment sur le montant et l'échelonnement appropriés de l'assistance du FMI aux pays exposés aux pressions du marché. La mise en place récente de la ligne de crédit préventive, qui permettrait d'offrir des financements à grande échelle aux pays risquant de souffrir de la contagion financière, représente un progrès important à cet égard. **F&D**

Références :

Timothy D. Lane et al., IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand: A Preliminary Assessment, *Étude spéciale n° 178 du FMI* (Washington, Fonds monétaire international, 1999).