

JOËL GUGLIETTA
JÉRÔME SGARD¹

THAÏLANDE : DE LA CRISE DE CROISSANCE À LA CRISE MONÉTAIRE

RÉSUMÉ. Cet article porte sur les causes de la crise thaïlandaise, son développement à court terme et les réponses successives apportées par les autorités. Si les performances de l'économie réelle montrent une inflexion sensible depuis le début des années quatre-vingt-dix, les sources principales de la déstabilisation sont financières : à partir de 1993, des intermédiaires faibles et un marché mal régulé n'ont pas géré de manière satisfaisante des entrées massives de capitaux à court terme. Ceci s'est traduit par un cycle de surinvestissement et de surendettement dans le secteur manufacturier, ainsi que par une large bulle immobilière. À partir de 1996, des tensions de plus en plus vives sont apparues dans le système financier, qui ont abouti à la crise de change de juillet 1997. Dans les mois suivants, une crise de liquidité a d'abord touché le sys-

tème bancaire (été 1997), puis une grande partie de l'économie réelle (fin d'année). Celle-ci a entraîné alors une rupture large de la discipline du crédit qui s'est étendue à un grand nombre d'entreprises solvables, par une dynamique classique d'aléa moral ; cette situation sera très difficile à résorber ultérieurement. On souligne aussi les erreurs graves commises par la banque centrale, d'abord dans la défense de l'ancrage du change, puis lors des injections incontrôlées de liquidité dans le système financier : les pertes totales peuvent être estimées à près de 23 % du PIB. L'article étudie enfin les réponses plus cohérentes apportées à la crise, surtout à partir de novembre 1997 : restructuration et remise en marche du système financier, politique macroéconomique.

Classification JEL : E65, F36, G21.

1. JOËL GUGLIETTA est économiste, analyste risque pays, au Poste d'Expansion Economique à Bangkok (e-mail : jguglietta@dree.org). JÉRÔME SGARD est économiste senior au CEPPII (e-mail : sgard@cepii.fr) ; il remercie l'Institut CDC pour la Recherche scientifique dont le soutien a permis la préparation de cet article.

La crise de l'économie thaïlandaise arrive au premier plan de l'actualité internationale le 2 juillet 1997, lorsque la banque centrale abandonne l'ancrage qui régissait jusque là le taux de change de la monnaie nationale, le baht. Cet événement marque le début de la crise des "marchés émergents", qui s'étendra dans les jours suivants aux autres économies de l'Asie du Sud-Est puis, au cours des dix-huit mois ultérieurs, à la Corée, à la Russie et au Brésil. Cette position d'initiateur implique que la phase préliminaire de la crise en Thaïlande, en particulier au premier semestre 1997, s'est développée de manière nettement endogène : alors que les autres économies de la région ont été déstabilisées par les effets de contagion, la rupture du change thaïlandais est d'abord le résultat de dérèglements internes qui s'étaient déjà reflétés dans le rythme de croissance, les cours boursiers ou l'accroissement des faillites dans le secteur financier et immobilier. De même, les premiers signes de tensions sur le marché des changes sont apparus dès le quatrième trimestre 1996, tandis que les autres devises régionales n'ont été touchées qu'à partir de la fin juin 1997, quand l'hypothèse d'une rupture à court terme de l'ancrage du baht a pris de la crédibilité.

De ce fait, la crise thaïlandaise met à jour de manière particulièrement claire les limites structurelles d'un modèle de croissance dont les principales caractéristiques se retrouvent dans le reste de la région, notamment en Malaisie, en Indonésie, aux Philippines, et dans une moindre mesure, en Corée. Première économie arrivée à un point de rupture, on peut penser qu'elle présente de manière plus forte les faiblesses qui, dans les mois suivants, limiteront les capacités de réaction des autres pays de la région. Ceci explique aussi que le cas thaïlandais ait été le premier terrain sur lequel s'est développé le débat plus général sur la réponse à apporter à la crise : une bonne partie des critiques qui seront faites aux programmes du Fond Monétaire International (FMI), de l'Indonésie au Brésil, ont déjà été formulées à propos du traitement du cas thaïlandais.

Une première partie de cet article analyse les dysfonctionnements apparus depuis le début des années quatre-vingt-dix, dans l'économie réelle puis dans le système financier. La déstabilisation progressive, à partir de 1994, est alors le reflet de réponses elles-mêmes déstabilisantes qu'on a tenté d'apporter à ce déclin relatif. La seconde partie étudie les phases successives de la crise : l'accroissement des tensions financières et monétaires depuis la fin de 1996, la première phase de la crise systémique de juillet à octobre 1997, puis l'épisode de crise de liquidité aiguë, en fin d'année, qui a amorcé la récession brutale à partir de novembre. On insiste en particulier sur la rupture du marché du crédit qui, en 1998, a constitué un des obstacles les plus difficiles à la consolidation de l'économie. La troisième partie porte sur les réponses apportées à la crise, notamment sur le plan des restructurations financières et des politiques macroéconomiques.

Les faiblesses de la croissance

Le déclin des performances réelles

Au début des années quatre-vingt-dix, la Thaïlande présente toutes les caractéristiques d'une économie en croissance rapide, engagée dans un scénario classique de convergence. Des taux d'épargne et d'investissement élevés, une inflation faible, un budget en équilibre et un déficit courant maîtrisé créent un environnement très stable qui va de pair avec des performances microéconomiques remarquables : le dynamisme de l'offre repose sur un rattrapage technologique rapide et un rendement du capital investi égalé seulement, dans la région, par l'Indonésie.

Des signes d'essoufflement apparaissent toutefois, mais qui ne laissent pas anticiper de rupture. La comparaison du cycle des années 1991-1995 avec celui des cinq années précédentes donne ici des indices importants (TABLEAU 1). D'abord, la croissance moyenne décline mais reste forte, et elle repose sur des gains réguliers de productivité apparente du travail. Qui plus est, les coûts salariaux ne semblent pas avoir évolué défavorablement aux entreprises : les statistiques disponibles ne donnent pas de mesure directe, mais la comptabilité nationale montre une baisse sensible de la part de la consommation privée et de l'épargne des ménages dans le PIB. La présence d'un secteur informel important et la modernisation rapide des structures sociales peuvent certes brouiller cette image, mais la tendance globale paraît toutefois assez claire. En revanche, la dégradation des conditions de la croissance paraît beaucoup plus nette sur le plan de l'allocation et de la valorisation du capital : d'une part, le rendement moyen du capital physique (*return on asset*), mesuré sur une base microéconomique, décline de 11,7 % en 1989-90, à 9,9 % en 1994-95² ; d'autre part, sur un plan agrégé, le contenu marginal en capital de la production (*incremental capital output ratio*) passe de 3,6 en moyenne sur la première période, à 5,2 sur la seconde. Ceci témoigne d'une efficacité déclinante de l'investissement total – privé et public – et suggère que la croissance a butté sur des obstacles de nature systémique. Le développement d'une bulle spéculative dans le secteur immobilier a vraisemblablement pesé ici (voir *infra*), mais la qualité de l'investissement manufacturier semble aussi devoir être mise en question : la part dans le PIB des dépenses d'équipement privées augmente de près de 50 % alors que la croissance de la production industrielle ralentit de 15 % l'an en moyenne, à 11 %.

2. Source : Claessens, Djankov et Lang (1998) et Banque mondiale (1998). Données portant sur l'ensemble des entreprises cotées en bourse.

TABLEAU 1

	Taux de croissance annuels moyens	
	1986-1990	1991-1995
Croissance moyenne du PIB	10,3	8,6
Croissance moyenne de la productivité du travail	4,6	4,8
Rendement du capital productif (1988-89 ; 1994-95)*	11,4	9,9
ICOR	3,6	5,2
Part de l'industrie dans le PIB	33	39
Taux d'investissement (en % du PIB) dont :	31	40,4
construction	16,6	20,3
équipement privé	12,8	18,1
Consommation privée (% du PIB)	58,1	54,4
Épargne brute des ménages (% du PIB)	12,4	8,4
Épargne brute des entreprises (% du PIB)	9,7	14,1
Épargne brute domestique (% du PIB)	30,2	34,4
Épargne étrangère (% du PIB)	2,9	6,4
Croissance moyenne du crédit au secteur privé (par an)	24,2	26,2
Dette extérieure privée (mds de dollars, fin de période) dont :	17,8	66,2
secteur bancaire	3,1	41,9

* Equivalent du *return on equity*.

Sources : Banque de Thaïlande ; Institut Statistique National ; Claessens, Djankov & Lang (1998).

La faiblesse des règles du jeu financier

Il est alors possible d'interpréter la crise de 1997 comme l'effet, moins du déclin relatif des performances réelles, que des réponses confuses et inappropriées, données par les agents publics et privés, à ce resserrement des conditions de la croissance ; du moins, observe-t-on une succession claire entre ces trois phénomènes, en sus de quelques relations de causalité crédibles. En deux ou trois ans, ces réactions, de nature principalement financière, ont pu alors accentuer des fragilités présentes de longue date mais dont les effets avaient été jusque là absorbés sans trop de difficultés.

Contrastant avec l'économie réelle, les règles du jeu financier en Thaïlande ont toujours montré des faiblesses très nettes. C'est sur ce plan que porte le plus directement l'argument de Krugman (1998) : une garantie assez étendue du risque d'investissement privé, notamment bancaire, s'est traduite par une situation d'aléa moral, en particulier pour les entreprises moyennes et grandes qui avaient un assez large accès au crédit. Dès lors que les pertes enregistrées sur le risque d'investissement peuvent être socialisées, ou bien transférées à l'Etat, la discipline de marché s'affaiblit, ce qui pèse sur la qualité de l'allocation du capital. Il est possible d'envisager ainsi qu'au cours de la première moitié des années quatre-vingt-dix, le déclin du rendement moyen de l'investissement a accru les risques de sélection adverse : les entrepreneurs ont pu être tentés d'augmenter leur prise de risques, dans l'espoir de contrer individuellement la tendance globale. Diverses indications ponctuelles témoignent en particulier d'une tendance des grands groupes familiaux à adopter des stratégies de diversification rapide au cours de ces années.

Trois facteurs ont accentué les traits les plus dangereux de ce modèle. D'abord vient la mauvaise régulation du système bancaire, que ce soit sur le plan des ratios de capitalisation et de la mesure des prêts non performants, ou bien sur tous les problèmes de concentration des risques, de liens entre actionnaires et créiteurs des banques ou de l'évaluation et du suivi des risques de crédits individuels. Pour partie, ceci semble renvoyer à des problèmes sérieux de blanchiment d'argent sale et de trafics divers, lié à la position régionale de ce pays depuis la fin de la guerre du Viet-nam (armes, drogues, prostitution etc., voir Phongpaichit & Baker, 1998). Au-delà de la dimension éventuellement criminelle de ces phénomènes, l'expérience thaïlandaise illustre à nouveau que, loin de se limiter à de simples questions d'ingénierie financière, le renforcement de la supervision bancaire pose toujours des problèmes difficiles d'économie politique. Donner une plus grande publicité aux règles de distribution du crédit, mesurer précisément la qualité de chaque débiteur, réguler la part des relations personnelles ou des accords politiques dans le comportement des banques met toujours en question des intérêts privés, d'autant plus puissants qu'ils sont établis à proximité de cette source majeure de richesse. Même après la crise de 1997-1998, les résistances les plus vives s'opposeront aux réformes de la supervision bancaire et de la loi sur la faillite, soit, à bien des égards, les deux versants du même problème.

Dans ce contexte, une épargne domestique forte (34 % du PIB en 1991-95) et largement intermédiée a été un facteur supplémentaire d'affaiblissement de la gestion des banques : entre 1990 et 1995, l'accroissement de leur base de dépôts a représenté en moyenne 10,5 % du PIB par an, limitant étroitement le risque de liquidité. Les pertes sous-jacentes pouvaient donc être aisément couvertes d'une année sur l'autre, sans se traduire par une dégradation tangible de la stabilité des banques. Ceci est une autre leçon connue : tant que la croissance se prolonge et que le public continue d'apporter son épargne aux banques, celles-ci peuvent être éventuellement peu rentables, voire insolvables, sans jamais devenir illiquides. Seule une comptabilité très rigoureuse, imposée par une supervision ou une *gouvernance* forte, rétablit une information fiable qui n'est pas externalisée spontanément par le comportement observable de la banque ou par le marché, sinon en longue période. En revanche, comme on le verra après 1993, un choc exogène sur l'économie, ou bien sur les règles du jeu interne (libéralisation), peut brusquement déstabiliser un système bancaire *a priori* stable, sinon performant.

Cette fragilité de nature financière a été accrue, enfin, par la préférence des entrepreneurs pour un financement externe reposant sur l'endettement bancaire, par opposition à l'émission d'obligations, et surtout d'actions, qui dilue le contrôle de l'entreprise et la distribution des profits. La tendance s'observe dans toute la région, mais la Thaïlande montre à nouveau une vulnérabilité supérieure : le ratio moyen d'endettement des entreprises (rapporté aux fonds propres) n'est dépassé que par celui de la Corée, alors que les parts respectives de l'endettement à court terme et en devises sont importantes (TABLEAU 2). Cette structure financière s'explique en partie par des règles du jeu et des incitations qui ne conduisent pas à une gestion rigoureuse du risque d'investissement privé, mais elle répond aussi aux contraintes spécifiques d'une croissance à la fois stable et forte, sur longue période : des entreprises dont le chiffre d'affaires s'accroît de 10 à 14 % par an en moyenne (cas de l'échantillon du TABLEAU 2), augmentent très vite leur capacité à servir leur dette, la contrainte d'endettement prenant ainsi un caractère très dynamique. Dans de telles

TABLEAU 2

Performances moyennes des entreprises cotées en bourse*

	Corée du Sud		Malaisie		Taiwan	Thaïlande				
	Indonésie	Philippines	1996			1992	1993	1994	1995	1996
Rendement du capital fixe	3,1	6,5	5,6	8,4	6,6	10,2	9,8	9,3	7,8	7,4
Marges opérationnelles	22,1	30,6	25,5	33,3	21,9	25,9	25,1	24,9	24,7	22,7
Taux de croissance du capital fixe	15,4	16,4	18,9	21,3	12,5	23,7	19,5	21,7	18	7,4
Dette total en % des fonds propres, 1996	355	188	117	128	80	184	191	212	222	236
Dette à court terme en % de la dette totale	57	54	64	49	59	74	70	67	64	63
Dette en devises en % de la dette totale	47	40	43	41	42	-	-	-	-	42
Dette à court terme en devises en % de la dette totale	29	20	32	20	22	-	-	-	-	30

* Les échantillons comprennent de 250 à 650 entreprises selon les pays, sauf pour les Philippines (140).

Source : Claessens, Djankov & Lang (1998).

conditions, refuser le crédit peut impliquer une croissance plus faible que celles des concurrents, des pertes de parts de marché ou une moindre diversification. Ceci peut expliquer pourquoi, dans un climat toujours euphorique, les entreprises thaïlandaises ont répondu à la baisse relative du rendement du capital, à partir de 1990, par une croissance plus rapide de leur endettement qui les a rendues plus vulnérables à un choc sur la croissance réelle, les taux d'intérêt, l'offre de fonds prêtables ou le taux de change.

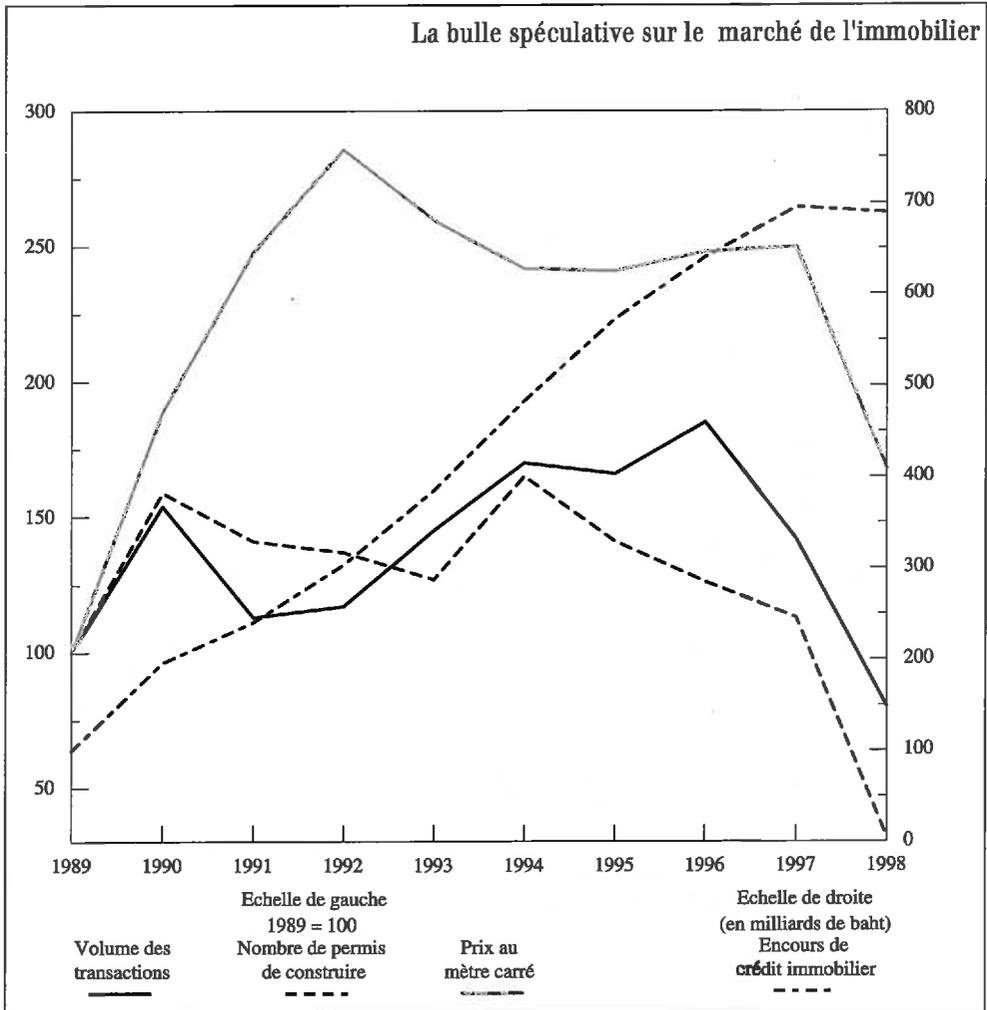
Lorsqu'il survient, un tel choc exogène rappelle que la fonction des capitaux propres n'est pas seulement de concentrer, pendant les années fastes, des profits élevés entre des mains (si possible) peu nombreuses. Ceux-ci doivent aussi absorber le risque d'investissement qui a un comportement cyclique mais qui peut subir des chocs exogènes importants. Une dégradation marquée de la rentabilité des entreprises et des banques peut détruire alors rapidement une base de capitaux propres étroite, et précipite une vague de faillites à caractère systémique. Tel est, sur le fond, la raison principale pour laquelle, en Thaïlande, les déséquilibres financiers accumulés entre 1993 et 1996 ont abouti à une crise beaucoup plus destructrice que ne l'aurait laissé prévoir le scénario macroéconomique le plus pessimiste. Tel est, aussi rétrospectivement, un des paradoxes de la croissance asiatique : malgré des taux d'épargne et d'investissement élevés, et un secteur privé très dynamique, les entreprises n'ont pas accumulé une base de capitaux propres suffisante.

Les dérèglements d'une finance libéralisée

Pourquoi la crise est-elle intervenue en 1997 et non dix ou quinze ans plus tôt ou plus tard ? Une des difficultés posées par l'analyse de la crise en Asie

est qu'elle doit identifier les faiblesses systémiques de la croissance régionale, mais rendre compte aussi de décennies de croissance forte. On peut en fait dater à 1993 le passage à un scénario de déstabilisation progressive, quand est lancé un programme de libéralisation financière à la fois partiel et mal conduit, sur le plan interne et externe. En ouvrant largement l'accès du secteur privé aux marchés internationaux de capitaux, ces réformes ont entraîné un gonflement rapide de la dette extérieure du secteur privé qui, souvent libellée à court terme, a additionné un risque de change à un risque de liquidité. Contrairement au cycle de croissance de la seconde moitié des années quatre-vingt, celui-ci a donc reposé beaucoup plus directement sur l'appel à l'épargne extérieure. En outre, ces fonds ont été alloués à des projets d'investissements, présentant une mauvaise qualité moyenne : l'expansion très rapide du crédit à l'économie a nourri le surinvestissement manufacturier des années 1993-1996, ainsi qu'une bulle spéculative dans le secteur immobilier (GRAPHIQUE 1). Cet appel très large à l'épargne étrangère

GRAPHIQUE 1



Sources : Banque de Thaïlande ; Jones Lang Wootton.

explique enfin la formation d'un déficit courant important (8 % du PIB en 1995 et 1996). Sur le plan microéconomique, quatre éléments principaux caractérisent cette déstabilisation à moyen terme de la croissance thaïlandaise.

Tout d'abord, l'accès des agents privés aux marchés internationaux de capitaux a été facilité par la création, en 1993, d'une licence bancaire *offshore*, ouverte notamment aux banques internationales qui étaient largement exclues du marché domestique. Ceci a été le canal principal par lequel l'endettement externe privé s'est accru, gonflant la masse des ressources à investir dans l'économie réelle. Qui plus est, cet endettement a pris principalement la forme de crédits ou d'émissions obligataires à court terme, qui portent, pour les débiteurs, des incitations à la surveillance très limitées. Cette fragilité a été encore accrue par la faiblesse de l'information et de la supervision : lors de la crise de change de 1997, la Banque de Thaïlande ne disposait d'aucune mesure de l'encours d'obligations internationales à court terme émis par les agents privés thaïlandais ; elle était donc incapable d'apprécier le risque de liquidité de l'économie, face au retrait des investisseurs.

Parallèlement à cette libéralisation de l'offre de fonds, la demande a été développée surtout par des "compagnies financières", moins régulées que les banques commerciales, créées au milieu des années quatre-vingt pour libéraliser partiellement le système bancaire. Pour répondre aux résistances des acteurs en place, leur capacité d'appel à l'épargne domestique avait été restreinte, et leur champs d'activité concentré sur un nombre réduit de secteurs, plutôt risqués. Le déséquilibre de cette structure de d'incitation a été accentué par l'espoir donné à ces agents de petite taille d'obtenir à terme une licence bancaire complète, s'ils se montraient suffisamment dynamiques. L'accès aux marchés internationaux, à partir de 1993, sera l'occasion d'un second départ pour ces compagnies qui seront particulièrement actives, jusqu'en 1996, dans le financement du secteur immobilier.

La fragilité de cette libéralisation interne et externe a été accentuée par le régime de taux de change fixe, défendu par la banque centrale avec une certaine crédibilité, au moins sur le plan interne : jusqu'aux dernières semaines précédant le 2 juillet 1997, les agents privés ont continué d'anticiper un maintien de l'ancrage, environ 10 % des entreprises ayant recours à une couverture de change. Pour beaucoup d'entre elles, l'achat d'un tel contrat aurait retiré une grande partie de l'intérêt à un endettement en devises, obtenu à des taux bien inférieurs à ceux appliqués sur le marché domestique, alors soumis à un resserrement progressif de la politique monétaire. La politique de change a donc fourni durablement une information fautive sur le coût du capital : face à l'augmentation des coûts de production, sa sous-évaluation *ex ante* a contribué au cycle de surinvestissement et de surendettement des années 1994-96, et ainsi à l'insolvabilité ultérieure d'une large partie du secteur privé³.

Enfin, il n'est pas douteux que cette déstabilisation a été alimentée par le comportement des grands investisseurs internationaux. Un aspect du problème est la conjonction de politiques monétaires relâchées dans les économies développées, associées à une baisse des besoins de financement publics : ceci a nourri une

3. Ces données ont aussi été à l'origine de la crise bancaire chilienne de 1981-83, dont la dynamique est très proche de celle de l'expérience thaïlandaise (voir Diaz-Alejandro, 1985).

situation de liquidité internationale très abondante, dont on peut supposer qu'elle a joué un rôle dans la baisse de l'aversion au risque des investisseurs, observée depuis le début des années quatre-vingt-dix, avec un brève interruption en 1995. Les opérateurs internationaux ont aussi fait preuve d'une difficulté récurrente à mesurer les risques d'investissement et à les apprécier, ceci s'illustrant, entre autre, par des comportements moutonniers tant à l'entrée qu'à la sortie des "marchés émergents"⁴. En outre, il apparaît que ces agents, soumis en principe à une *gouvernance* et à des règles prudentielles rigoureuses dans leur pays d'origine, ont eu tendance à exploiter les situations d'aléa moral, une fois plongés dans l'environnement faible d'une économie émergente : anticipation d'une garantie publique de certains projets, prise en compte du "capital social" des emprunteurs, surveillance faible des institutions financières débitrices, etc. En d'autres termes, une constitution microéconomique solide ne résisterait qu'imparfaitement aux incitations déstabilisantes portées par ces marchés locaux. S'il devait se confirmer, ce constat devrait être pris en compte dans le débat sur la régulation des marchés de capitaux internationaux.

La crise

Vers la rupture

Quels facteurs immédiats ont précipité la crise de l'été 1997, dans une économie dont les fragilités structurelles anciennes avaient été démultipliées par les entrées de capitaux des quatre années antérieures ?

Comme dans toute l'Asie, un facteur décisif a été le ralentissement du commerce international : la croissance annuelle des exportations est passée brutalement de 21 % en 1994 et 1995, à 3 % en 1996. Cette rupture venant à la fin d'un cycle d'investissement puissant, de nombreuses entreprises se sont retrouvées avec des dettes élevées, des surcapacités de production et des stocks excédentaires. La pression compétitive sur les marchés régionaux et les contraintes de liquidité aiguës ont additionné alors des baisses de prix unitaires à la stagnation des volumes échangés, selon un scénario déflationniste classique.

La réforme du régime de change chinois, associée à une certaine dépréciation du yuan en 1994, a été parfois mise en avant pour expliquer les difficultés commerciales ultérieures dans la région : outre que la chronologie des événements ne conforte pas vraiment une telle explication, l'ampleur de cette dépréciation effective paraît en fait réduite (Banque mondiale, 1998 ; Girardin, 1999). En revanche, à la même époque, l'appréciation du dollar américain, auquel étaient ancrées les devises d'Asie du Sud-Est, face en particulier au yen, a clairement été un facteur déstabilisant. Elle a accru les problèmes de compétitivité commerciale tout en réduisant les bénéfices, pour les pays de la région, d'un ancrage commun à cette devise : les dévaluations en chaînes de l'été 1997 sanctionneront aussi l'affaiblissement de ce mécanisme de coordination monétaire régionale.

4. Voir Turner (1999), dans ce numéro.

Cette conjoncture fragile en 1996 est allée de pair, sur le plan interne, avec un ralentissement marqué de la croissance et de l'investissement, qui n'a pas été observé dans les autres pays de la région. Cette inflexion est particulièrement nette dans les deux secteurs qui avaient dominé la croissance antérieure – l'immobilier et le système financier. Ainsi, les transactions immobilière ont fléchi à partir du dernier trimestre de 1996 et baissé au total de 18 % au premier semestre 1997, par rapport à la même période de l'année précédente. Les permis de construire et les investissements ont suivi la même tendance, avec trois à six mois de retard, mais les prix resteront stables jusqu'à la fin de 1997 dans un marché de plus en plus asséché (GRAPHIQUE 1). Mécaniquement, les compagnies financières, et dans une moindre mesure les banques, qui avaient financé la bulle spéculative dans l'immobilier ont aussi été touchées. Les premiers défauts sur des crédits et obligations en devises apparaissent dès la fin de 1996, de même que les premières injections de liquidité de la banque centrale dans les compagnies financières. Celles-ci s'accéléreront après les premières faillites d'investisseurs immobiliers, en janvier, et représenteront des montants considérables dans les mois suivants, en dépit du caractère non bancaire de ces intermédiaires (*infra*) : 16 compagnies seront suspendues avant même la dévaluation, 42 autres suivront dans les mois suivants, sur un total de 91.

L'extension de la crise aux banques commerciales est tout aussi perceptible, bien que plus lente. Dès 1996, une décélération très nette de l'octroi du crédit répond à une baisse des entrées de capitaux internationaux dans le système financier, mais aussi à une chute moyenne de 60 % des résultats d'exploitation dans les banques. Remarquablement, celle-ci correspond à des pertes en capital alors que les revenus courants et les coûts opératoires restent stables (TABLEAU 3). Cela étant, le passage à la crise ouverte sera plus progressif que dans le cas des compagnies financières : les injections de liquidité vers les banques de dépôts auront lieu surtout au second semestre 1997, après le choc sur le change.

TABLEAU 3

Performances moyennes des systèmes bancaires régionaux, 1994-1996

	Thaïlande			Indonésie *	Corée**	Philippines	Malaisie	Taiwan**
	1994	1995	1996					
	Moyenne 1994-1996							
Profit sur capitaux propres	22,8	21,7	12,9	15,4	24	16,6	19,4	13
Profit sur actif total	1,77	1,73	1,06	1,2	5,7	2,1	1,22	0,7
Taux de croissance des capitaux propres	15	13,7	5,4	11,6	4,5	13,5	16,6	10,6
Marge opérationnelle nette en % de l'actif total	4,3	4,1	4,8	5,5	3,3	7,2	4,4	2,5
Coût d'opération (en % de l'actif total)	2	2	2	3,0	2,3	3,9	1,7	1,4

* Banques privées.

** Principales banques privées.

Source : Thomson BankWatch.

De la crise de change à la crise bancaire

La déstabilisation de l'économie thaïlandaise s'est reflétée très tôt sur les marchés : l'indice boursier de référence plafonne en 1994 et 1995, et s'infléchit nettement à partir de la mi-1996, tendance qui est plus marquée pour le secteur bancaire que pour l'indice totale. À la fin de 1996, alors que les signes de crise deviennent clairs dans le système financier, des tensions apparaissent sur le marché de change qui subit des attaques d'intensité croissante en novembre 1996, puis en mars et en mai 1997. Les principaux fonds d'arbitrages internationaux (*hedge funds*) semblent s'être engagés assez tôt dans ces opérations⁵. À partir de mai, la crise ouverte ira en s'accroissant, jusqu'à la décision des autorités de passer à un change flottant, le 2 juillet. Toutefois, à ce moment-là, elles auront perdu beaucoup de crédibilité du fait de leur défense maladroite du régime antérieur. D'une part, la banque centrale a engagé la plus grande partie de ses réserves officielles dans des opérations occultes de soutien du baht, par le marché à terme (*swaps*). À la fin août, sur 26 milliards de dollars de réserves officielles, 23,4 milliards étaient encore engagés dans ces opérations : après avoir rompu l'ancrage du change, la banque centrale n'avait donc plus les moyens de soutenir son taux de change. D'autre part, les sorties de capitaux ont été stérilisées – notamment par le soutien aux institutions financières – pour éviter une remontée des taux d'intérêt qui aurait accru les tensions dans le système financier national. Ces deux types de mesures étaient largement contradictoires : comme on l'observera ultérieurement dans d'autres pays, la fragilité financière intérieure a limité d'emblée la capacité des autorités à défendre de manière cohérente le taux de change, avant et après le décrochage.

Immédiatement après le 2 juillet, les tensions apparues depuis deux semaines sur les autres devises régionales sont devenues beaucoup plus violentes : les régimes de change fixes ont été abandonnés l'un après l'autre, ouvrant la voie à une longue période de très forte instabilité des marchés régionaux, marquée par des sorties massives de capitaux privés hors de la région. En trois mois, le baht s'est déprécié de 39 %, puis a atteint un point bas en janvier 1998, avec une dépréciation totale de 53 %. Au-delà, en 1998, il se stabilisera progressivement et enregistrera même une appréciation nominale non négligeable : en fin d'année, le taux de change nominal était inférieur de 30 % à celui de juin 1997.

Cependant, dès les mois de juillet et d'août, alors que l'attention internationale était centrée sur les effets de contagion régionale, les principaux développements s'observaient plutôt sur le plan interne. Soumis à un choc de change sur la dette en devises, au retrait massif des capitaux internationaux placés à court terme, puis à la hausse progressive des taux d'intérêt, le système bancaire est entré dans une crise de liquidité de nature systémique. Dès les premières semaines de juillet, le marché inter-bancaire décentralisé a cessé de fonctionner en raison de la montée incontrôlée du risque perçu de contrepartie. En même temps, on a assisté à des transferts de dépôts de plus en plus importants, des petites banques vers les plus grandes, du secteur bancaire privé vers le public et, surtout, des banques thaïlan-

5. Le fléchissement du baht, pendant une brève période, lors de la crise mexicaine de 1995, avait donné lieu à un débat public à la fois en Thaïlande et parmi les analystes de marché.

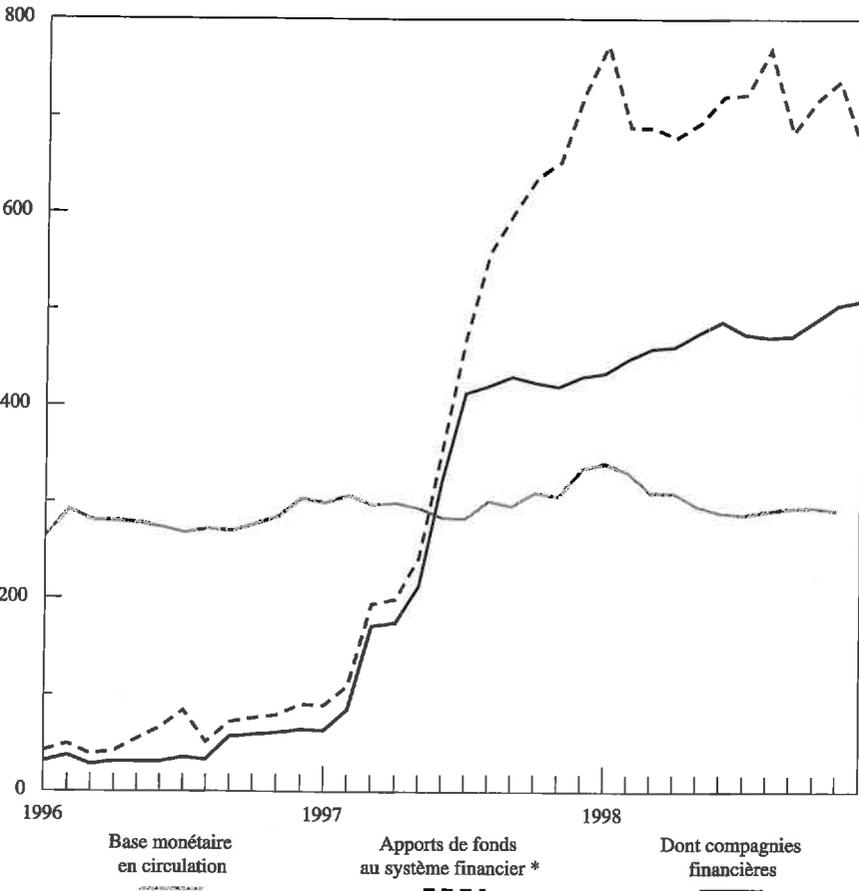
daises vers les filiales de banques étrangères. Sur l'ensemble de l'année, ces dernières verront leur part dans le stock total des dépôts passer de 2,1 % à 15,8 %. Dans tout système bancaire, une telle redistribution des ressources serait en soi une source majeure de déstabilisation des échanges inter-bancaires et d'incertitude sur la sécurité des transactions.

Poursuivant sa politique engagée au premier semestre, la banque centrale a répondu à ces tensions par des injections massives de capitaux pour éviter un effondrement en chaîne du système bancaire ou bien une panique généralisée des déposants. Un circuit de liquidité s'est mis en place, dans lequel les ressources apportées par la banque centrale étaient alors transférées, du fait de la fuite des dépôts, des banques faibles vers les banques les plus stables. Ces dernières investissaient alors ces fonds dans des obligations à taux d'intérêt élevés, émises par la

GRAPHIQUE 2

Soutien au système financier et contrôle du risque inflationniste

En milliards de baht courants



* Par la banque centrale.

Sources : Wefa ; Banque de Thaïlande.

banque centrale pour stériliser les injections initiales et limiter ainsi l'expansion de la base monétaire en circulation (GRAPHIQUE 2). Au-delà de cette technique monétaire, cette intervention de prêteur en dernier ressort s'est soldée comme au premier semestre par un échec très large et très coûteux pour le pays. En effet, une telle intervention a normalement pour objet de lever un problème ponctuel d'illiquidité, de nature systémique, lié à la montée brutale du risque perçu de contrepartie dans les transactions inter-bancaires. Cela suppose que le régulateur public sache distinguer les institutions solvables mais temporairement illiquides – qui doivent être soutenues – des établissements condamnés, dont l'activité doit être suspendue, avant restructuration. Pour cela, il lui faut résoudre un problème d'information microéconomique, puis un problème d'économie politique, ce qui, en Thaïlande, n'a pas été fait correctement : on n'a pas su distinguer les bonnes des mauvaises bananes pour sortir les secondes du marché.

En effet, le sous-développement de la supervision bancaire a laissé les autorités face à une information très partielle sur la situation des banques, avant même le début de la crise. La confusion s'est évidemment accentuée à partir de juillet : il était impossible de faire la différence entre solvabilité et illiquidité, tant que le taux de change fluctuait de 10 à 15 % par semaine. Dans de telles conditions, la solution aurait dû passer par l'identification d'un noyau central de banques, soutenues massivement mais de manière contrôlée et conditionnelle. Or, sur ce plan là aussi, le manque de discernement a été manifeste : de juillet à novembre, quasiment toute institution financière a pu faire appel au soutien de la banque centrale, sans que les fonds apportés aient été apparemment gagés par des actifs collatéraux, contrairement à la règle d'or du prêteur en dernier ressort. Cet argent public distribué gratuitement a donc soutenu les institutions les plus fragiles, ou les plus douteuses, qui seront fermées quelques mois plus tard. Pour une bonne part, la Banque de Thaïlande a donc facilité la liquidation de la dette de ces agents privés, ce qui a vraisemblablement alimenté l'instabilité du marché de change.

Au total, la stérilisation de ces fonds a nécessité l'émission de 15 milliards de dollars de dette publique dont le service exercera un prélèvement durable sur le revenu des contribuables ; ceci s'ajoute aux 20 milliards de dollars de réserves officielle dépensés au premier semestre pour la défense du taux de change. Au total, ces pertes représentent 22,7 % du PIB qui ne peuvent être mises sur le compte ni d'une fragilité systémique constituée de longue date, ni sur celui d'une pure panique décentralisée : elles sont la conséquence d'erreurs graves de politique monétaire, et elles ne permettront aucunement au pays d'éviter la phase aigüe de crise interne à la fin de 1997.

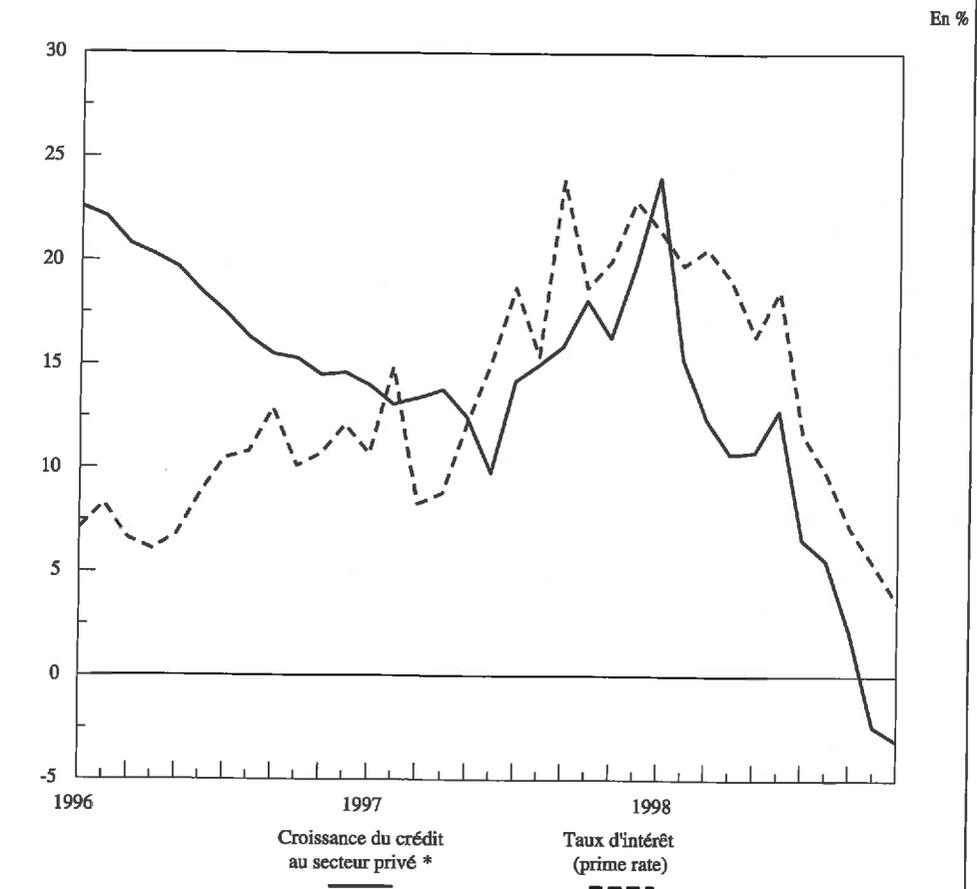
De la crise bancaire à la crise monétaire

Au début de novembre, la fermeture définitive de 58 compagnies financières et la promulgation de nouvelles normes de capitalisation des banques devant être atteintes à relativement court terme, ont certes constitué la première étape d'une stratégie cohérente de restructuration ; la garantie complète des dépôts bancaires a également joué un rôle décisif. Cependant, dans un premier temps, ces mesures ont accentué la crise du crédit : ne pouvant lever aisément des capitaux, les banques ont été incitées à réduire au plus vite leurs encours de crédits. Ceci a donc ouvert une troisième phase dans l'évolution du système bancaire

au cours de la crise thaïlandaise (GRAPHIQUE 3). Après une période de décélération régulière du crédit, amorcée à partir des taux de croissance très élevés, au début de l'année 1996, le second semestre de 1997 a vu une forte reprise qui n'a correspondu que partiellement à la revalorisation des créances en devises : malgré les sorties de capitaux, les banques ont apparemment répondu aux besoins de liquidité aigus de leurs clients – ou de certains d'entre eux. Enfin, après la promulgation des premières mesures prudentielles, au début de novembre, a commencé la phase de *credit crunch*, dès lors que les banques ont donné la priorité à la défense de leurs propres ratios de solvabilité par rapport au soutien à leurs clients. D'où une transition remarquable : la crise a vu d'abord une hausse des taux d'intérêt et une accélération de la distribution de crédit ; puis en 1998, on a observé un phénomène inverse de baisse forte des taux et de freinage brutal du crédit, conduisant à une contraction en valeur nominale, en fin d'année. Il est intéressant de noter aussi qu'à partir de mai-juin 1998, les banques les plus solides ont commencé à

GRAPHIQUE 3

Taux d'intérêt et croissance du crédit



* Glissement sur 12 mois.

Sources : Wefa ; Banque de Thaïlande.

être sur-liquides, cette situation reflétant d'une part la stabilisation de leur passif (base de dépôts et engagements externes), et d'autre part leur refus de prêter leurs ressources excédentaires, en raison du risque d'investissement privé.

Sur le plan des entreprises, les premiers choc de l'été 1997, ajoutés au gel de nombreux dépôts dans les établissements en faillite⁶, au retrait des créanciers étrangers et au freinage de l'activité, ont refermé le piège du surendettement : augmentation du service de la dette, baisse des *cash-flows* et assèchement du crédit bancaire vont se conjuguer pour rendre illiquides un grand nombre d'entreprises, dont beaucoup étaient solvables. Ainsi, pour les 350 entreprises cotées à la bourse de Bangkok, la part du profit opérationnel absorbée par les paiements d'intérêts est passée, en moyenne, de 32 % au quatrième trimestre 1996, à 67 % un an plus tard ; à ce moment-là, plus du tiers de ces entreprises avait un *cash-flow* inférieur aux intérêts dus, et était donc susceptible de tomber en cessation de paiement dès que l'apport de nouveaux crédits serait interrompu⁷.

Ceci explique qu'à la fin de 1997, la poursuite de la dépréciation du change et l'extension de la crise de liquidité à une grande partie de l'économie réelle ont été à l'origine d'un second choc systémique. Incapables de servir leur dette, les entreprises ont interrompu tout service, un effet d'aléa moral très large s'ajoutant aux contraintes de paiements directes : nombre d'entreprises liquides ont arrêté de servir leur dette bancaire, par une réaction initialement opportuniste, qui est devenue très vite rationnelle sur le plan microéconomique. La rupture du système de crédit a en effet conduit à une situation de jeu non coopératif stable, qui se prolongera longtemps après que la crise de liquidité bancaire ait été résorbée. D'une part, après avoir interrompu volontairement leurs paiements, les entreprises solvables et liquides, dont dépendait la reprise de l'activité, n'avaient plus d'intérêt immédiat à normaliser leur position financière : dans une situation de crise bancaire aiguë, il était beaucoup plus rationnel pour elles de conserver leurs avoirs liquides, tant qu'elles n'avaient pas l'assurance de pouvoir emprunter ultérieurement les fonds dont elles auraient besoin – par exemple un crédit à trois mois pour répondre à une commande à l'exportation. D'autre part, les banques étaient incitées à refuser tout risque d'investissement privé du fait de l'incertitude majeure sur l'accès futur à la liquidité de leurs débiteurs : à partir de la fin 1997, il leur était impossible de savoir si un client en défaut de paiement était insolvable, s'il était solvable mais illiquide, ou s'il refusait de payer par opportunisme tactique. A la fin de 1998, 20 % du stock des prêts non performants correspondaient encore à ces situations de blocage stratégique (soit environ 11 % du PIB).

La rupture des contrats privés inter-temporels a donc créé une irréversibilité, qui a bloqué toute reprise spontanée des transactions décentralisées sur le marché du crédit. Le flux d'information privée nécessaire au fonctionnement du marché a été détruit en raison du caractère systémique de la cessation de paiements : la position de liquidité de chaque débiteur est devenue indiscernable dès que les

6. Contrairement à la situation observée dans de nombreuses économies d'Europe centrale ou d'Amérique latine, une large partie du fond de roulement des entreprises est empruntée. Crises de liquidité et faillites bancaires ont donc un impact beaucoup plus direct sur les entreprises, qui peuvent transmettre ainsi à l'économie un choc d'offre violent. Le décrochage de l'activité en novembre et décembre 1997, en Thaïlande, semble ainsi refléter beaucoup plus ce type de phénomène que les divers effets de demande internes et externes envisageables.

7. Source : Alba et al. (1998). La notion de profit utilisée est définie avant intérêts, impôts et amortissements.

capacités de rétorsion des banques ont été bloquées et que les incitations qui, en temps normal, conduisent le débiteur à respecter les contrats de dettes ont disparues. Face à l'incertitude portée par toute transaction financière inter-temporelle, le coût de réputation de la cessation de paiement, tout comme les bénéfices actualisés d'une réputation de bon payeur, ont tendu rapidement vers zéro. Ceci reflétait un raccourcissement extrême de l'horizon temporel des agents microéconomiques, selon une logique qui ne laissait survivre, en tendance, que les transactions monétaires instantanées, dans un environnement où l'argent liquide devenait le seul actif encore mobilisable. Six mois après le flottement du baht, l'économie était passée d'une crise bancaire à une crise de nature monétaire.

Les réponses à la crise

La sortie de crise de liquidité

La crise de liquidité de la fin 1997 a imposé un choc d'offre violent à l'économie et une baisse immédiate de l'activité (PIB en récession de 8 à 10 % en 1998). Dès lors, la remise en fonctionnement du système bancaire et du marché du crédit apparaîtra comme un préalable à toute reprise large. Un tel objectif supposait d'abord, comme après toute les grandes crises financières, que l'on partage les pertes en capital, entre les banques, les déposants, les entreprises, leurs créditeurs et l'Etat. Liquidier les agents non viables et restructurer le bilan des autres est la condition pour que la compétitivité des actifs réels, renforcée par la dépréciation du change, entraîne une restauration de la rentabilité de l'offre et donc de la croissance (réduction de surcapacités, vente des actifs marginaux, rééchelonnements du service de la dette, échanges de créances contre actions, etc.). À la fin de 1998, 8 % du stock de dette en défaut avait fait l'objet d'accords de restructuration entre les entreprises et leurs créanciers.

De manière plus spécifique, la restructuration des banques a un double aspect : d'une part, maximiser la valeur résiduelle extraites du stock de prêts non performants accumulé au cours de la crise, afin de minimiser les pertes totales *ex post* (restructuration des entreprises, liquidations des actifs physiques, etc.) ; d'autre part, recapitaliser les banques les plus solides en s'assurant notamment que les ressources injectées ne seront pas perdues à nouveau, dans de nouvelles pertes en capital. A la fin de 1998, les banques commerciales avaient accumulé 29 % du PIB de pertes comptables en deux ans, les prêts non performants représentant de 45 à 55 % de leur portefeuille de prêts, selon les principales estimations privées disponibles (soit un pourcentage légèrement supérieur du PIB). Sur cette base, les réserves des banques et les hypothèses courantes sur les pertes finales en capital aboutissaient à un besoin de recapitalisation total de l'ordre de 18 milliards de dollars, soit environ 16 % du PIB. Par rapport aux 8,1 milliards de dollars prévus dans le programme annoncé par le gouvernement en août 1998, ce chiffre définit donc une alternative simple : ou bien les investisseurs privés étrangers apporteront des ressources substantielles, ou bien des ressources publiques supplémentaires devront être apportées pour que le secteur bancaire respecte les ratios de capitalisation de la Banque des Règlements Internationaux.

Au-delà de ces techniques financières connues, mais souvent difficiles à maîtriser, l'expérience thaïlandaise de sortie de crise s'est engagée toutefois à partir d'une situation qualitativement différente de celle à laquelle aurait abouti, par exemple, une stabilisation à chaud des banques, ou bien l'intervention réussie d'un prêteur en dernier ressort. Il fallait rétablir la solvabilité des intermédiaires et relancer les transactions décentralisées, à partir de la situation de blocage stratégique apparue à la fin de 1997. Cela supposait que les agents privés acceptent d'engager des négociations avec leurs divers créditeurs, dans lesquelles les coûts et les bénéfices de la restructuration seraient partagés. Or, les incitations décentralisées n'ont pas été suffisantes pour sortir spontanément du jeu non coopératif, ce qui a rendu nécessaire une intervention publique lourde parallèlement au volet purement financier des restructurations. Bien qu'une telle stratégie n'ait pas été formalisée *a priori*, on peut résumer en trois temps cette sortie de la crise microéconomique qui, un an après le choc systémique de la fin de 1997, était loin d'être achevée.

Dans un premier temps, la priorité était de stabiliser le taux de change afin de donner une valeur stable à la dette en devises de chaque agent. Tant que la contrepartie en monnaie nationale de ces obligations pouvait varier de 15 ou 20 % d'un mois sur l'autre, il était absolument impossible d'élaborer un plan de restructuration ou de décider la liquidation. *A posteriori*, ceci était une des principales justifications d'une politique de taux d'intérêt élevés : l'instabilité du taux de change bloquait *a priori* toute possibilité de stabilisation et de restructuration sur le plan microéconomique. Cette étape a été acquise en Thaïlande en février ou mars 1998.

Sur cette base, la deuxième étape a consisté à reconstituer une information minimale sur le bilan des différentes banques dont beaucoup étaient, de fait, sous le contrôle direct ou indirect des pouvoirs publics. Ceci a demandé une très large mobilisation de compétences techniques dont une bonne partie a été fournie par les organisations multilatérales (audit, recensement des engagements hors-bilan, évaluation de la qualité du portefeuille de crédits et des collatéraux, etc.). L'objectif était de différencier les banques selon leur niveau de solvabilité, d'estimer les besoins de recapitalisation de chacune d'elle et de statuer sur le sort des banques condamnées (fusion, liquidation, etc). Cette phase s'est amorcée au printemps 1998.

La troisième phase doit répéter la même opération sur le plan des relations entre les banques et les entreprises : réunir les créanciers, délivrer l'information privée de l'entreprise (ses vrais livres de comptes), liquider les agents condamnés, restructurer la dette et l'actionnariat des autres, relancer l'activité. Ici encore, un lien direct doit s'établir entre le partage de l'information, la négociation formalisée sur la restructuration des bilans et la relance des transactions décentralisées.

En principe, une loi sur la faillite (ou sur le règlement judiciaire), associée à des procédures de saisies d'actifs, est la réponse logique aux risques posés par les débiteurs délictueux qui ne valorisent plus les coûts de réputation, ou se montrent insensibles à la menace de sanctions. En ce sens, cette loi a autant pour objet de résoudre des conflits commerciaux que de servir de menace pour conduire créan-

ciers et débiteurs à la table de négociation. Toutefois, en Asie, des obstacles importants s'opposent à l'utilisation de la procédure de faillite, qui suppose au minimum que cette loi existe et qu'elle soit correctement utilisée ; ceci, traditionnellement, est loin d'être le cas dans des pays où la formalisation juridique des différends commerciaux privés est traditionnellement faible. Cette pratique pose en outre des problèmes sérieux d'économie politique, liés à la divulgation de l'information par l'entreprise, ou à une éventuelle perte de contrôle par les actionnaires (cas des holdings 'en cascades', à faible base de capitaux). Autre point d'achoppement, les structures judiciaires doivent être à même de gérer un large flux de faillites : même dans les pays les plus développés, les tribunaux de commerce sont conçus pour gérer un flux stochastique de cessations de paiements privées, et non une crise de solvabilité de nature systémique. Ces obstacles microéconomiques et institutionnels sont sans doute ceux sur lesquels risque de butter le plus longtemps toute stratégie de sortie de crise. Le risque à moyen terme est qu'une large partie des entreprises périclite du fait de leur incapacité à rétablir des relations stables avec le système bancaire, tandis que le prolongement d'une situation de *credit crunch* plus ou moins sévère pèserait plus généralement sur la reprise. Un autre conséquence de cette situation d'impasse, sur le plan microéconomique, serait sans doute de limiter pour longtemps l'efficacité des instruments macroéconomiques, comme on l'a observé depuis la fin de 1997.

Quelle place pour une stratégie macroéconomique ?

La Thaïlande a fait appel au FMI le 28 juillet 1997 ; un programme a été signé le 20 août qui a mobilisé au total 17,2 milliards de dollars, dont 4 milliards apportés par le FMI, 2,7 milliards par les autres organisations internationales et le reste par l'aide bilatérale. Six 'Lettres d'intentions' seront négociées au cours des dix-huit mois suivants, qui auront pour objet d'ajuster la stratégie de stabilisation et de réforme aux développements dans l'économie⁸. Ce plan définit, dans ses grandes lignes, la stratégie qui sera suivie dans le reste de la région puis, à certains égards, en Russie et au Brésil – en particulier le choix d'une politique de taux d'intérêt élevés. Toutefois, en Thaïlande, l'ensemble de ce dispositif n'a été mis en place que progressivement, après la formation, en novembre, d'un gouvernement plus crédible et plus déterminé à suivre cette stratégie. Ajouté à la situation de plus en plus chaotique qui s'est développée au second semestre 1997, notamment sur le plan financier et monétaire, ceci rend difficile toute appréciation sur l'orientation et les effets immédiats de la politique macroéconomique définie par le FMI.

D'abord, les taux d'intérêt ont été portés progressivement, au troisième trimestre, à des niveaux de l'ordre de 18 à 24 % qui ont été maintenus jusqu'en mai-juin 1998 ; le FMI a d'abord justifié ce choix par la nécessité de soutenir le change dans un environnement régional toujours très volatile, puis par un arbitrage en faveur d'une certaine ré-évaluation nominale du baht. On relève toutefois que, si une réduction des taux d'intérêt restait favorable aux banques, la

8. Ces documents peuvent être trouvés sur les sites-web du Ministère des Finances Thaïlandais, de la Banque Centrale et du FMI.

destruction du marché du crédit, depuis la fin de 1997, limitait son impact potentiel sur l'économie réelle : l'émergence d'une situation de surliquidité bancaire, au printemps 1998, témoigne que la reprise du crédit se heurtait à des obstacles microéconomiques, malgré la baisse des taux.

L'évolution de la politique budgétaire est plus délicate à apprécier. Le programme signé en août 1997 prévoyait un resserrement de trois points de PIB du besoin de financement public. Ceci devait contribuer d'abord à la contraction de la demande interne, rendue nécessaire par l'arrêt des entrées de capitaux privés ; un objectif complémentaire était de préparer l'impact fiscal des futures recapitalisations bancaires. Le résultat a été en fait très éloigné de ces objectifs : sur l'ensemble de l'exercice fiscal 1997, le déficit public a augmenté de 5,3 points de PIB, à 2,7 %. Cette tendance s'est prolongée en 1998, notamment après la signature avec le FMI de la quatrième Lettre d'intention, en mai, le déficit estimé pour l'année atteignant 5,9 % du PIB. S'il est difficile de faire la part de la dérive spontanée des comptes publics et de la décision politique, cette évolution limite la portée de certaines critiques opposées au programme d'août 1997 : l'instrument budgétaire a joué un rôle contra-cyclique, qui paraît d'autant plus justifié que les comptes extérieurs se sont rétablis très vite.

Compris entre -7 et -8 % du PIB en 1996 et jusqu'au premier semestre 1997, le solde courant était en effet excédentaire dès la fin de 1997 et il a affiché un surplus de 11,4 % du PIB en 1998. Cet ajustement exceptionnel, de près de 20 points de PIB, réalisé en à peu près un an, est dû principalement à la chute de la demande interne : en un an, à partir du dernier trimestre 1997, le volume des importations a baissé de 27 %, contre une hausse de 5,7 % des exportations (TABLEAU 4). Ces résultats médiocres du secteur exportateur s'expliquent notamment par la chute de la demande régionale et par la crise bancaire qui a rendu difficile le financement des exportations thaïlandaises. Confirmant le diagnostic de pressions déflationnistes fortes, le TABLEAU 4 montre aussi que la hausse des prix à l'exportation et à l'importation a été très limitée (7,7 % et 12,8 % respectivement), compte tenu de la dépréciation nominale du change du second semestre 1997.

Les pressions déflationnistes observées en Thaïlande, comme dans le reste de la région (à l'exception de l'Indonésie), se reflètent aussi dans le niveau très bas de l'inflation interne : après une dépréciation de près de 35 % du baht, l'inflation n'a atteint que 8 % en 1998, en moyenne annuelle, le glissement sur douze mois étant inférieur à 5 % dès la fin de l'année. Au-delà des pressions régionales, un facteur explicatif est le fonctionnement du marché du travail qui n'a introduit aucune forme d'indexation des salaires, ceci pesant à la fois sur les prix nominaux à la production et sur la demande interne : dans le secteur manufacturier thaïlandais, les salaires nominaux ont diminué de 2 % au second semestre 1997, le chômage estimé atteignant 8 % à la fin de 1998, contre 1,1 % en 1996⁹. Enfin, la conjonction de la dévaluation (qui a déprécié le fond de roulement des exportateurs), d'une politique monétaire relativement serrée et du gel d'une part appréciable des dépôts bancaires s'est traduite vraisemblablement, au second semestre 1997, par une contraction de la masse monétaire plus importante que prévu.

9. Source : Bureau International du Travail.

TABLEAU 4

	1997				1998		
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
<i>Ajustement macroéconomique</i>							
Production industrielle*	7,0	7,5	-4,2	-11,4	-16,8	-15,2	-11,1
Inflation (IPC)*	4,5	4,3	6,1	7,5	9,0	10,3	8,2
Taux de change moyen baht/ dollar	25,9	25,9	33	40,7	47,1	40,3	41
Solde courant (en millions de dollars)	-2100	-3130	-700	2910	4180	2800	3400
Flux nets de capitaux (en millions de dollars, hors mouvements de réserves)	2490	-3980	-5820	-8490	-5200	-3580	nd
<i>Commerce extérieur</i>							
Exportations (en milliards de dollars)	-0,9	2,2	7,1	6,7	-2,9	-5,3	-8,7
Prix unitaires en dollar des exportations*	0,8	-1,8	-4,1	-8,2	-14,9	-15,6	-13,6
Volume des exportations*	-1,7	4,0	11,7	16,2	14,1	12,2	5,7
Importations (en milliards de dollars)	-7,7	-7,6	-11,4	-27,5	-39,8	-38,2	-34,2
Prix unitaires des importations*	1,9	-2,2	-5,1	-7,8	-9,9	-7,4	-9,5
Volume des importations*	-9,4	-5,5	-6,6	-21,4	-33,2	-33,2	-27,4
<i>Secteur immobilier</i>							
Permis de construire*	23	5,2	-26,1	-32,3	-67,6	-65,8	-69,5
Transactions*	-15,6	-20,7	-28	-28,6	-37,8	-40,3	-40,4

* Variation en pourcentage, par rapport au même trimestre de l'année précédente.

Sources : Banque de Thaïlande ; Wefa ; FMI.

Au total, l'impact des interventions macroéconomiques dans la crise thaïlandaise paraît donc limité, au-delà d'un accompagnement contra-cyclique par l'instrument budgétaire : une politique monétaire serrée, un change flottant, aucune tentative de soutien aux revenus et à la consommation privée. Ceci vient en outre après deux échecs majeurs enregistrés sur la défense du change et sur le prêteur en dernier ressort. Une première explication de cette faible efficacité de la régulation publique renvoie au caractère nettement microéconomique et systémique de la crise. L'extension de la crise de liquidité, la rupture d'une large partie des contrats financiers privés et l'insolvabilité de nombreuses entreprises impliquaient sans doute que le comportement des agents, dans un horizon temporel très court, ne répondrait que faiblement aux instruments usuels de politique économique. Ainsi, les canaux de transmission de la politique monétaire ont été largement détruits, alors que la désépargne publique a soutenu l'activité, dans l'immédiat, mais n'a sans doute pas eu un effet multiplicateur important.

Une seconde raison de la faible efficacité des instruments macroéconomiques est plus institutionnelle. L'effondrement de la fin de 1997 est en effet, dans une large mesure, la conséquence des réponses inappropriées apportées par les pouvoirs publics aux premières manifestations de la crise : les échecs successifs de la banque centrale renvoient à une économie politique incohérente, mais aussi à la confusion complète des autorités, sur le plan opératoire, dont les effets ont été multipliés par une information fragile. Insuffisante au départ pour prendre toute la

10. On peut opposer cette situation à celle observée au même moment en Corée, où des erreurs graves de politique économique ont été commises mais où les institutions publiques ont résisté à la crise, ce qui a laissé aux autorités des capacités de réaction décisives, dans la dernière phase de la panique de change.

mesure des tensions apparues au cours des dernières années, celle-ci s'est détruite très vite quand les marchés ont commencé à péricliter, puis à se bloquer¹⁰.

Conclusion

Par rapport à d'autres expériences de grande instabilité, la crise thaïlandaise présente des caractéristiques banales : l'aveuglement au désastre qui se prolonge pendant plusieurs mois après la rupture initiale ; le sur-ajustement des variables monétaires et financières ; la dynamique de court terme de la crise qui amplifie massivement son coût total *ex post* ; la socialisation massive des pertes privées. Deux points retiennent plus l'attention. Le premier est la soudaineté et l'ampleur de la récession, à partir du dernier trimestre 1997. Déjà observée au Mexique et en Argentine en 1995, puis en Corée et en Indonésie, cette dynamique, dominée par un choc d'offre violent, contraste nettement avec les cycles de déstabilisation latino-américains des années soixante-dix et quatre-vingt : ces récessions n'étaient pas nécessairement moins graves, mais elles répondaient à des dynamiques plus lentes, dans des économies aux régulations de marchés moins développées, qui s'étaient dotées d'instruments puissants de défense contre les chocs monétaires, l'insolvabilité privée ou les pertes de compétitivité. Cela suggère que les crises récentes, de nature financière, dans des économies libéralisées et largement ouvertes sur les marchés de capitaux, sanctionnent plus durement les dérèglements intérieurs ou les erreurs de politique économique. En somme, il y aurait un arbitrage implicite, entre plus d'efficacité en moyenne période et une plus grande vulnérabilité aux risques de politique économique. Ces derniers semblent en outre concentrer leurs effets sur le très court terme, ce qui peut accentuer les risques systémiques, porteurs le cas échéant d'un affaiblissement durable du potentiel de croissance de l'économie (crise bancaire, vague de faillites dans le secteur manufacturier, etc.).

Le second point met en évidence un des paradoxes de la croissance asiatique. Celle-ci est présentée comme une expérience classique de convergence économique, mais elle a aussi entretenu des fragilités systémiques qui ne relèvent pas seulement d'effets de surchauffe et d'autres "goulots d'étranglements". Tout comme la surabondance de liquidité bancaire a couvert longtemps une gestion approximative des institutions financières, une croissance rapide a sans doute permis de faire longtemps l'économie d'institutions publiques solides, capables de résister au *stress* d'une crise majeure dans le secteur privé. La crise en Asie apporte donc une validation ambiguë à la littérature théorique, comme aux prescriptions des organisations multilatérales, qui ont abondamment souligné, depuis dix ans, les dangers d'une mauvaise régulation des institutions et des comportements financiers. Cette expérience a bien illustré les risques systémiques implicites, mais elle a aussi démontré *ex post* que les trajectoires de croissance exceptionnelles des vingt dernières années avaient reposé sur une base micro-institutionnelle faible, dans un environnement dont les règles du jeu étaient très peu formalisées. Sans doute est-ce sur ce point que la question du rôle des institutions dans la croissance et le développement gagnera à être revisitée. Un problème connu est celui des préalables à une libéralisation financière réussie, sur le plan des séquences de réformes et de la régulation des marchés. Un autre, un peu diffé-

rent, est celui de la résistance des instruments d'information et d'action publiques, face à une crise systémique dans le secteur privé : l'échec le plus évident, en Thaïlande, a porté avant tout sur la défense de la monnaie et de l'ordre des marchés, conçus comme des biens publics, face à la panique des agents décentralisés. Une comparaison précise des dynamiques de crise dans les différents pays touchés devrait apporter ici des leçons importantes.

J. G., J. S.

RÉFÉRENCES

- Banque mondiale (1998), *East Asia, the Road to Recovery*, septembre.
- Berthélemy J.-C. & T. Koh (eds.) (1998), *The Asian Crisis, A New Agenda for Euro-Asian Cooperation*, CEPII et la Fondation Europe-Asie, World Scientific, Singapour.
- Claessens S., S. Djankov & L. Lang (1998), *Corporate Growth, Financing, and Risks before East Asia's Financial Crisis*, Policy Research Working Paper n° 2017, novembre, Banque mondiale.
- Claessens S., S. Djankov & G. Ferri (1998), *Corporate Distress in East Asia: Assessing the Impact of Interest and Exchange Rates Shocks*, miméo, Banque mondiale, à paraître dans : *Emerging Markets Quarterly*.
- Corsetti G., P. Pesenti & N. Roubini (1998), *What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?*, miméo, mars, Stern University.
- Diaz-Alejandro C. (1985), "Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash", *Journal of Development Economics*, 19.
- Ding W., I. Domaç & G. Ferri (1998), *Is there a Credit Crunch in East Asia?*, EAP Working Paper Series n° 98-01, juin, Banque mondiale.
- Faruqi S. (1993), *Financial Sector Reform in Asian and Latin American Countries*, EDI/Banque mondiale.
- Goldstein M. & P. Turner (1996), *Banking Crisis in Emerging Economies: Origins and Policy Options*, BIS Economic Paper n° 46, Basle, Banque des règlements internationaux.
- Krugman P. (1998), *What Happened to Asia?*, miméo, MIT.
- Honohan P. (1997), *Banking System Failures in Developing and Transition Countries: Diagnosis and Prediction*, BIS Working Paper n° 39, Basle, Banque des règlements internationaux.
- Lane T., A.R. Ghosh, J. Hamann, S. Phillips, M. Schulze-Ghattas & T. Tsikata (1999), *Imf-Supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand: A Preliminary Assessment*, FMI, miméo, janvier.
- Lindgren C.J., G. Garcia & M. Saal (1996), *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*, FMI, Washington.
- Phongpaichit P. & C. Baker (1998), *Thailand's Boom and Bust*, Silworm, Bangkok.
- Radelet S. & J. Sachs (1998a), *The Onset of the Asian Financial Crisis*, Harvard Institute for International Development, mars.
- _____ (1998b), "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", *Brookings Papers on Economic Activity*.