

QUELLES STRATÉGIES DE STABILISATION EN ASIE ?

A l'heure où les comparaisons avec la crise des années trente vont bon train, il n'est pas inutile de revenir sur la situation des pays asiatiques, qui ont les premiers subi la vague d'instabilité actuelle. L'enchaînement des événements qui les ont entraîné dans la récession est maintenant relativement bien analysé. Les raisons de l'échec des premiers plans d'action internationaux sont-elles aussi mieux connues. Et depuis le début de l'année, deux étapes importantes ont été franchies : les marchés des changes ont retrouvé une certaine stabilité, sans laquelle il était vain d'espérer la moindre amélioration ; et, dans les pays les plus durement touchés par la crise bancaire, le processus de reconstruction du système financier est entamé. Il reste que la relation de crédit entre les entreprises et les banques est partout profondément entamée, et que la restaurer en profondeur demandera du temps. Dans l'intervalle, la communauté internationale, si elle veut éviter de nouvelles contagions, a clairement intérêt à soutenir l'effort important que ces pays auront à mener pendant plusieurs années pour stimuler leur demande interne.

■ L'échec de la stratégie initiale

Depuis un an, un consensus s'est établi sur une description des enchaînements immédiats de la crise en Asie¹. Pour résumer, celle-ci apparaît comme une conséquence à moyen terme de l'entrée massive de capitaux à court terme, dans des systèmes bancaires fragiles et mal régulés, cela dans un contexte d'ancrage des monnaies régionales sur le dollar et de politiques monétaires relâchées dans le G7, en particulier au Japon. Le déclenchement de la crise a résulté alors de la conjonction de plusieurs éléments : entre autres, l'appréciation du dollar depuis 1995, l'accentuation de la crise japonaise et l'émergence de problèmes sérieux d'allocation du capital dans ces économies émergentes – bulles immobilières et boursières, surinvestissement, dégradation des conditions d'exploitation des banques. Dès les premières dépréciations de juillet et août 1997, la réévaluation du service de la dette privée en devises, jointe à des taux d'intérêt très élevés sur le crédit en monnaie nationale, se sont traduits par une détérioration brutale de la solvabilité des entreprises et des banques. A partir de l'automne, une crise de liquidité aiguë, l'accélération des retraits de capitaux internationaux et la croissance rapide des prêts non-performants ont conduit à des crises bancaires ouvertes, accompagnées parfois de paniques de déposants.

Au-delà de cette trame maintenant bien connue, une question très débattue porte sur le rôle joué par le FMI dans la gestion de la crise, voire dans son alimentation. Pour cette institution, une grosse perte de crédit était inévitable dès lors qu'elle avait mobilisé des masses financières sans précédent (près de 120 milliards de dollars en tout), sans résultat convaincant. De manière plus radicale, beaucoup d'analyses ont mis en question à la fois la stratégie mise en œuvre et le diagnostic qui la fondait : le FMI aurait développé une analyse principalement macro-économique de la crise, fondée sur sa longue expérience latino-américaine, alors que depuis un an, en Asie, la crise est surtout micro-économique.

L'analyse des programmes du FMI ne confirme pas l'idée d'un tel "contresens latino-américain". La stabilisation des systèmes bancaires était bien l'objectif principal d'une stratégie qui, dès juillet 1997, s'articulait autour de trois types de mesures : un programme large de restructuration et de recapitalisation bancaire ; des mesures de compression de la demande interne ; enfin, la mobilisation de ressources financières massives, venant principalement à l'appui des réserves de change. En fait, l'originalité principale de cette stratégie, au moins dans ses principes, était de reposer sur

1. Voir "La crise financière en Asie", *La Lettre du CEPII*, n°161, octobre 1997.

l'annonce de plans de resolvabilisation rapides et très crédibles des systèmes bancaires, utilisée comme un signal pour bloquer immédiatement la crise de liquidité, porteuse d'un risque systémique. Ce dernier devait donc être évité, non par l'action du prêteur en dernier ressort domestique –la Banque centrale– mais grâce à un retour rapide des capitaux internationaux, qui validerait **ex post** la cohérence du programme². Sans doute le FMI comptait-il aussi sur une certaine ré-appréciation nominale des taux de change, qui aurait rendu les restructurations plus faciles et plus crédibles, tout en atténuant la pression d'un **policy mix** très restrictif.

Pour que cette stratégie réussisse, il aurait fallu pour le moins qu'à court terme, avant que la restructuration ait été réalisée, la stabilité des systèmes bancaires ait pu être préservée : continuité des paiements, bon fonctionnement du marché interbancaire, confiance des déposants. Or, sur tous ces points, un dérapage parfois violent s'est amorcé dès les premiers mois, voire les premières semaines qui ont suivi le décrochage des taux de change. Ceci a d'emblée signé l'échec des stratégies initiales de stabilisation. En Indonésie, notamment, la trajectoire de la panique a été entièrement parcourue en deux mois et demi, entre la fermeture mal gérée de seize petites banques, le 2 novembre, et la fuite généralisée devant la monnaie qui, dans la première quinzaine de janvier, a atteint à la fois le marché de change et le marché des biens réels. Cette impuissance face à la crise a certainement été accentuée par la confusion politique qui a dominé la période, comme par des erreurs de pilotage parfois importantes, et dont le FMI n'a peut-être pas toujours été absent.

Ce constat pessimiste est confirmé par la faible efficacité du prêteur en dernier ressort, lorsqu'il a été mobilisé. En effet, allant à l'encontre des demandes initiales du FMI, la Thaïlande et l'Indonésie ont injecté en vain des ressources très importantes dans leurs systèmes bancaires, au moins jusqu'en novembre 1997. Des bilans initialement très fragiles, joints à l'instabilité du taux de change et à l'auto-accélération de la crise des marchés, ont empêché de faire la différence entre les banques condamnées et les banques solvables, sinon viables, qui devaient être protégées. Au lieu de bloquer le risque systémique, en levant le risque de contrepartie, les injections de fonds des Banques centrales ont surtout servi à alimenter le retrait des déposants et des créditeurs étrangers qui ont déserté les institutions les plus déstabilisées. En Thaïlande, les montants d'obligations publiques émises

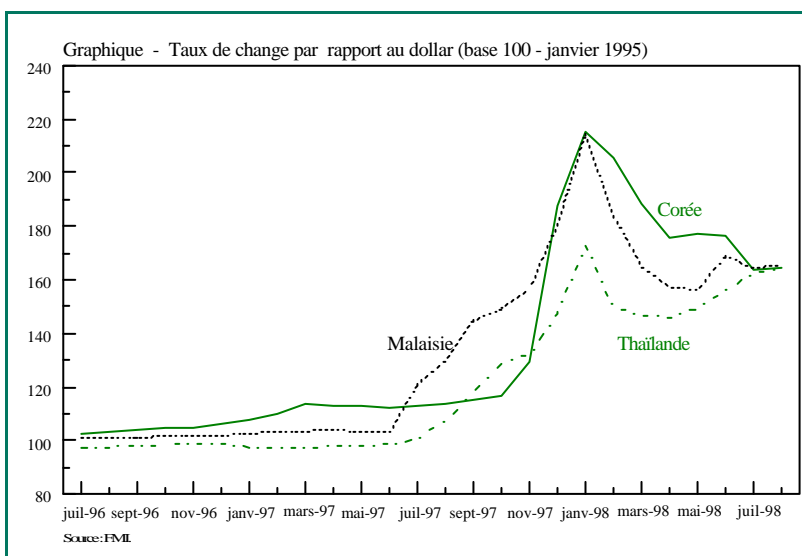
pour stériliser ces injections vont grever longtemps les finances publiques ; en Indonésie, elles sont la cause principale de la très forte inflation observée depuis janvier.

Dans ce contexte, une question reste ouverte : l'action d'un prêteur en dernier ressort international, intervenant sur le marché des changes pour tenter de bloquer un des facteurs les plus puissants de la panique, aurait-elle pu être efficace ? Ceci revient à demander si une meilleure maîtrise des évolutions de change aurait permis de mieux contrôler les facteurs internes de la crise, ou si, comme on tend à le croire, la fragilité initiale des systèmes bancaires était telle que tout sauvetage était devenu rapidement impossible, peu après les premiers chocs de juillet et août.

■ Quelle voie de sortie de crise ?

Depuis la fin de 1997, le blocage du crédit reste le nœud de la crise en Asie, qu'il concerne une large partie du système bancaire, comme en Thaïlande et surtout en Indonésie, ou bien qu'il prenne, comme en Corée et en Malaisie, la forme d'un **credit crunch** (rationnement du crédit) très sévère, bien que sans rupture large de la discipline de paiement. Ainsi, l'effondrement de l'activité s'explique certes en partie par un **policy mix** initialement trop serré, mais surtout par la paralysie du système bancaire : contraction brutale du crédit, extrême difficulté à financer le commerce extérieur, gel du fonds de roulement de nombreuses firmes lors des faillites bancaires. Il est vraisemblable aussi que le relèvement des taux d'intérêt n'a fait qu'accentuer des situations de détresse financière parfois visibles depuis 1996 (Thaïlande, Corée). En effet, dans des pays où les entreprises présentent des ratios moyens d'endettement très élevés, toute hausse des taux d'intérêt se traduit par un

2



2. Ceci, en revanche, rappelle la logique des programmes de stabilisation macroéconomique à ancrage externe, où la "reliquéfaction" de l'économie est obtenue par des entrées de capitaux non-stérilisées.

prélèvement brutal sur leur **cash-flow** ; si au même moment l'activité ralentit brusquement et si le crédit devient rare, on risque d'observer d'abord des faillites massives d'entreprises viables, puis une rupture plus large de la discipline de paiement.

**Aujourd'hui, la remise en fonctionnement
des systèmes bancaires est un préalable
à une reprise de l'activité.**

Elle suppose d'abord que l'on partage les pertes en capital accumulées dans l'économie, entre les banques, les déposants, les entreprises, leurs créanciers et l'Etat. Liquider les agents non-viables et restructurer le bilan des autres (rééchelonnement, échange de dette contre actions, réduction de service de la dette, etc.) est la condition pour que la compétitivité des actifs réels, renforcée par les dévaluations, permette de restaurer la rentabilité financière de l'offre, sans laquelle il n'y aura pas de reprise forte. Comme en juillet 1997, cet enjeu reste au centre de toute stratégie de sortie de crise.

Comparée à celle qui prévalait au moment des premiers programmes du FMI, la situation actuelle est différente : non seulement l'activité a chuté, mais surtout, dans deux pays au moins, le système de crédit a été complètement détruit par les paniques bancaires. Il faut donc non seulement reconstruire les agents, mais aussi remettre en fonctionnement le marché du crédit lui-même, ce qui pose des problèmes microéconomiques délicats et largement inédits. Ainsi, en Thaïlande et **a fortiori** en Indonésie, il est impossible, depuis un an, de savoir si une entreprise qui ne sert pas ses crédits est insolvable, si elle est seulement illiquide parce que ses clients ne la payent pas, ou enfin si elle refuse de payer bien qu'ayant les ressources nécessaires. Très dangereux à moyen terme, pour chaque agent comme pour l'économie dans son ensemble, ce dernier comportement est rationnel dans l'immédiat : actuellement, il est peu probable que si une entreprise acceptait de normaliser sa situation financière, elle obtiendrait un renouvellement de ses crédits. Elle risquerait seulement de devenir moins liquide, moins à même de maintenir son activité, et beaucoup plus vulnérable dans un environnement instable, où le contrôle du cash reste de loin le principal critère de survie. Ceci vaut aussi pour les banques, ce qui explique pourquoi elles ne représentent pas : le risque en serait trop élevé, en l'absence d'information sur la situation réelle des entreprises.

L'enjeu est donc que les recapitalisations massives des banques soient un levier pour rompre ces situations de jeu non-coopératif. Pour cela, il faut que créditeurs et débiteurs acceptent de négocier, délivrent leur information privée (leurs vrais livres de comptes) et trouvent des compromis qui partagent les coûts et les bénéfices d'une restructuration.

■ La nécessité de politiques budgétaires actives

Dans ce contexte de l'après-panique, l'évolution des derniers mois permet d'identifier trois étapes vers une remise en route progressive du marché du crédit :

■ dans un premier temps, la priorité était de stabiliser le taux de change, afin de pouvoir donner une valeur stable à la dette en devises de chaque agent. Tant que la contrepartie en monnaie nationale de ses obligations pouvait varier de 15 ou 20% d'un mois sur l'autre, il était absolument impossible d'évaluer la solvabilité d'une entreprise ou d'une banque, et donc ses chances de survie.

A posteriori, cet objectif de stabilité du change apparaît comme la principale justification des politiques de taux d'intérêt élevé ; l'annonce d'une garantie complète des dépôts bancaires par l'Etat a également contribué à cette première stabilisation. En général, cette première étape est acquise depuis février ou mars 1998 (voir graphique).

■ sur cette base, la priorité est ensuite de reconstituer une information minimale sur le bilan des différentes banques, dont beaucoup sont de fait sous le contrôle direct ou indirect des pouvoirs publics. Ceci demande une très large mobilisation de compétences techniques, dont une bonne partie est fournie par les organisations multilatérales. L'objectif est de pouvoir à nouveau différencier les banques selon leur niveau de solvabilité, et d'estimer les éventuels besoins de recapitalisation de chacune d'elle. Ceci est la condition pour engager les liquidations et restructurations. L'Indonésie est entrée lentement dans cette phase pendant l'été 1998.

■ enfin, la troisième étape consiste à répéter la même opération sur le plan de la relation entre les banques et les entreprises : livrer l'information, liquider les agents condamnés, restructurer la dette et la structure de propriété des autres, relancer l'activité. Une loi de faillite efficace, associée à des procédures de saisies d'actifs, est alors un moyen important pour conduire créanciers et débiteurs à la table de négociation. Depuis l'annonce d'un programme bancaire relativement bien accueilli, à la fin juillet 1998, la Thaïlande est en situation d'entrer dans cette troisième phase : le fait que les meilleures banques thaïes soient devenues surliquides depuis quelques semaines, mais refusent de prêter leurs ressources excédentaires, par manque d'information sur les emprunteurs, en montre bien la nécessité. La Corée et la Malaisie, qui ne sont pas passées par des phases de crise ouverte, sont dans des situations comparables de **credit crunch** depuis le début de l'année : pour elles aussi, le financement des pertes et la reconstitution de l'information restent les priorités de l'heure.

Une fois acquise cette phase de consolidation, l'enjeu à moyen terme des restructurations sera de réécrire la règle du jeu entre les banques et les entreprises. Cette "transition microéconomique" devra infléchir la

rationalité des entreprises, qui ont toujours eu tendance à privilégier le chiffre d'affaires sur le profit, mais aussi modifier aussi le comportement des banques : la fin de la garantie implicite accordée auparavant à une large partie de leur portefeuille donne désormais une importance stratégique à l'information privée, et demande en outre que, sur cette base, elles apprennent à discriminer par les prix leurs risques d'investissement. Or, dans ce domaine, l'apprentissage risque d'être long. Pour l'accélérer, une option qui a fait ses preuves dans de nombreuses économies est-européennes ou latino-américaines, est de céder certaines grandes banques locales à des institutions étrangères susceptibles d'injecter rapidement du capital et du savoir-faire technique. Les bénéfices potentiels d'une remise à niveau de l'industrie financière ne sont pas seulement microéconomiques et privés : c'est bien la reprise économique qui est en jeu.

En effet, si ce processus n'avancait que lentement, il y aurait un risque sérieux que la situation actuelle de **credit crunch** ne pèse pendant plusieurs années sur la croissance, notamment dans les secteurs non-exportateurs. Dans un tel environnement, l'instrument monétaire n'a qu'une efficacité réduite : une baisse des taux d'intérêt ne suffit pas à relancer la demande finale. On peut craindre alors que le marasme interne ne se prolonge lui aussi pendant plusieurs années. L'enjeu est important, tant pour les pays concernés que pour l'ensemble du monde : une reprise adossée uniquement sur les exportations multiplierait en effet les risques déflationnistes à l'échelle mondiale. Elle risquerait notamment d'entraîner une "exportation de la crise" vers d'autres zones émergentes –Amérique Latine et Europe de l'Est– à la fois par des effets volumes (part de marché) et par des effets prix (termes de l'échange).

Il sera donc probablement nécessaire de trouver des moyens de soutenir la demande interne en attendant la fin des restructurations. Dès lors que l'assainissement du secteur financier est en cours, il peut être légitime d'utiliser pour ce faire une politique budgétaire active et bien ciblée. L'exemple japonais montre bien que la tâche est difficile : il ne s'agit pas, comme au Japon, d'injecter largement de l'argent public dont l'utilisation est mal contrôlée, mais d'investir dans des projets viables et utiles à long terme. Une telle politique paraît seule susceptible d'accompagner la sortie de crise en Asie. Elle poserait

cependant un problème de soutenabilité : d'une part la dette publique se trouvera dès le départ creusée par les recapitalisations massives des banques ; d'autre part l'effort de relance budgétaire devra être prolongé plusieurs années, compte tenu de l'horizon temporel d'une telle politique.

C'est pourquoi une aide de la communauté internationale reste indispensable. En d'autres termes, il y a un intérêt clair pour la communauté internationale à soutenir financièrement des politiques budgétaires actives en Asie, dès lors que l'effort de restructuration du secteur financier est clairement engagé. Ceci donnerait donc les deux éléments d'une stratégie internationale de soutien à la reprise : de l'argent public dans les investissements publics, et du capital privé dans les banques privées.

Jérôme Sgard

Vient de paraître

Compétitivité des nations

240 pages - 198 francs - Editions Economica

Rapport du CEPII réalisé par

Isabelle BENSIDOUN, Laurence BOONE,
Lionel FONTAGNÉ, Michael FREUDENBERG,
Colette HERZOG, Nanno MULDER,
Laurence NAYMAN, Deniz ÜNAL-KESENCI,
sous la direction de Michel FOUQUIN,
préface de Jean-Claude BERTHÉLEMY

• • • • •

Pour vous procurer cet ouvrage, deux adresses :

ECONOMICA

49, rue Héricart - 75015 Paris

Tél. 01 45 78 12 92 - Fax : 01 45 75 05 67

LA DOCUMENTATION FRANÇAISE

en librairie : 29-31, quai Voltaire - 75007 Paris

Tél. 01 40 15 70 00 - Fax : 01 40 15 68 00

par correspondance : 124, rue Henri-Barbusse -
93308 Aubervilliers cedex

Tél. 01 40 15 70 00 - Fax : 01 40 15 68 00

par internet : <http://www.ladocfrancaise.gouv.fr>

LA LETTRE DU CEPII

REDACTION

Centre d'études prospectives
et d'informations internationales,
9, rue Georges-Pitard
75015 Paris.
Tél. 33 (0)1 53 68 55 14
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA

PUBLICATION :
Jean-Claude Berthélemy

REDACTEUR EN CHEF :
Claire Lefebvre

CONCEPTION GRAPHIQUE :
Pierre Dusser

REALISATION :
Annick Hutteau

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 1998
Octobre 1998

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.*