

LA POLITIQUE DE CHANGE DU VIETNAM
FACE A LA CRISE ASIATIQUE

par

Patrick GUILLAUMONT
et
Sylviane GUILLAUMONT JEANNENEY,
Professeurs à l'Université d'Auvergne

Version révisée
Novembre 1998

LA POLITIQUE DE CHANGE DU VIETNAM

FACE A LA CRISE ASIATIQUE

RESUME

Le Vietnam a adopté depuis 1992 une politique d'ancrage de sa monnaie sur le dollar. La "crise asiatique" remet-elle en cause cette stratégie ? Les arguments du débat sont exposés à travers une analyse des conséquences de cette crise sur la compétitivité vietnamienne, ainsi que des risques de reproduction d'une crise analogue au Vietnam.

Introduction

Le Vietnam mène depuis 1992 une politique d'ancrage de sa monnaie sur le dollar, à travers un flottement contrôlé du đồng sur le marché des changes. A partir d'octobre 1996 les autorités vietnamiennes ont progressivement élargi les marges d'intervention de la Banque Centrale sur le marché des changes, autorisant ainsi une baisse de la valeur du đồng, le dollar passant ainsi de 11 000 đồngs à 13 900 đồngs en octobre 1998, ce qui correspond à une dépréciation de 21 % de la valeur du đồng en dollars. Cette dépréciation modérée contraste avec la chute rapide qu'ont connue à partir de juin 1997 diverses monnaies de pays asiatiques voisins, Thaïlande, Malaisie, Philippines, Indonésie, qui, à l'exception de cette dernière, avaient auparavant maintenu un taux de change stable vis-à-vis du dollar.

Le Vietnam est donc engagé dans une politique de contrôle de son taux de change, visant à une flexibilité limitée. C'est pourquoi son expérience présente un intérêt notable dans le débat général sur bon régime de change des pays émergents, puisqu'elle manifeste le choix d'une stratégie intermédiaire entre la flexibilité totale et la stabilité absolue telle qu'elle est mise en œuvre dans certains pays à travers les "currency boards"¹.

Le problème se pose de savoir si les autorités vietnamiennes vont pouvoir poursuivre cette expérience, autrement dit si elles ne seront pas contraintes d'abandonner leur politique de relatif ancrage nominal du đồng par rapport au dollar au profit d'une politique de change plus flexible orientée vers une dépréciation du taux de change réel. En effet deux questions se posent qui sont ici examinées :

1) La politique de change retenue assure-t-elle une compétitivité suffisante de l'économie vietnamienne, notamment compte-tenu des conséquences de la crise asiatique ?

2) Les caractéristiques de son économie rendent-elles le Vietnam vulnérable à une crise de change ou une crise financière du type de celle que viennent de connaître les économies d'Asie du Sud-Est ?

¹ Un "currency board", que l'on traduit parfois par caisse d'émission, est un système où la convertibilité de la monnaie nationale en devises à taux fixe est garantie par une émission de monnaie nationale couverte à 100 % (ou parfois plus) par les réserves brutes en devises de la caisse d'émission, remplaçant la Banque Centrale (système adopté par Hong-Kong en 1983, par l'Argentine en 1991, par l'Estonie en 1992, la Lituanie en 1994).

Au préalable il convient de rappeler les conditions dans lesquelles le Vietnam a été amené à adopter une politique d'ancrage de sa monnaie et comment il a pu la poursuivre jusqu'à maintenant.

Origine et mise en œuvre de la politique de change du Vietnam

Le Vietnam a amorcé sa transition vers l'économie de marché en 1981 avec l'instauration du double système de prix, mais ce n'est véritablement qu'en 1989, avec la politique du Doi Moi, que l'économie a été largement et rapidement libéralisée.

Lors de la mise en œuvre du Doi Moi, les autorités vietnamiennes étaient confrontées à une dollarisation massive de l'économie, qui trouve son origine dans la guerre avec les Etats-Unis et qui a été renforcée par les très fortes inflations, souvent supérieures à 100 %, durant la période du double système de prix. Un strict contrôle administratif sur la détention et l'usage des devises, ainsi qu'un système complexe de taux de change multiples, avaient conduit au développement d'un marché parallèle des devises toléré, où le cours du dollar en dong était au début de 1989 près de cinq fois le cours officiel pour les opérations commerciales, en dépit de nombreuses et fortes dépréciations du taux de change officiel depuis 1981. Le problème essentiel était de rendre aux agents économiques confiance dans la monnaie nationale.

En octobre 1988 la dollarisation de l'économie fut légalisée : les entreprises et les particuliers ont pu se faire ouvrir dans les banques vietnamiennes des comptes en devises rémunérés et les utiliser librement. Cette réforme, accompagnée d'une hausse des taux d'intérêt sur les placements en dong, eut durant l'été 1989 un effet stabilisateur sur le taux de change du marché parallèle, spectaculaire, mais de courte durée car la masse monétaire continuait à croître très rapidement. Simultanément les autorités vietnamiennes adoptèrent une politique de flexibilité du taux de change officiel, de façon que l'écart par rapport au cours parallèle ne fût jamais supérieur à 20 %. La dépréciation du taux de change a été finalement considérable : de décembre 1988 à novembre 1991 le cours officiel du dollar en dong a été multiplié par quatre, et durant ces trois années l'inflation a été très forte (35 % en 1989 et puis 70 % environ les deux années suivantes). Ainsi l'économie vietnamienne était-elle entrée dans le cercle vicieux de la dépréciation cumulative de la monnaie sur le marché des change et sur le marché des biens.

Une brusque stabilisation du taux de change

Devant la gravité de la situation, les autorités monétaires renforcèrent leur engagement en faveur d'une détermination du taux de change par le marché. En août et novembre 1991 furent ouverts deux marchés officiels des changes situés à Hô Chi Minh et à Hanoï auxquels participaient, outre la Banque d'Etat, les banques commerciales et les principales sociétés d'import-export. Ces deux marchés seront remplacés en 1994 par un marché national interbancaire des devises.

En décembre 1991 les autorités monétaires ont provoqué une brusque baisse du cours du dollar, de l'ordre de 10 %, sur les deux marchés officiels, ainsi que sur le marché parallèle des devises : d'une part la Banque d'Etat et la Vietcombank vendirent massivement des dollars sur les marchés officiels ; d'autre part la Banque d'Etat annonça qu'elle était disposée à satisfaire la demande d'or des particuliers et des entreprises et a effectivement fourni sans restriction contre dongs l'or demandé. Compte tenu de l'importance que les Vietnamiens attachent à l'or comme valeur refuge, cette disposition semble avoir joué un rôle important dans la crédibilité de la politique de stabilisation de la monnaie.

Comme les autorités monétaires parvenaient simultanément à encadrer le crédit intérieur, le cours du dollar a continué à baisser pendant toute l'année 1992 (au total 26 %), puis s'est stabilisé entre 10 500 et 11 500 dongs par dollar jusqu'en 1996. Pendant toute cette période (sauf en 1993), la Banque d'Etat est intervenue par des achats de devises, pour atténuer puis empêcher l'appréciation du dồng, comme en témoigne l'augmentation de ses réserves en devises. Celle-ci s'est d'ailleurs poursuivie en 1996 et 1997 alors même que, comme on l'a vu, les autorités vietnamiennes laissaient se déprécier modérément le dồng, ce qui fut présenté comme le résultat d'un élargissement des marges, la ligne générale de la politique étant maintenue.

La politique de change du Vietnam montre l'ambiguïté de la distinction traditionnelle entre change fixe et change flottant. De nombreux pays qui conservent un taux de change administré, pratiquent une politique de flexibilité de leur taux de change. En revanche, dès la fin de 1991 le Vietnam adopte un taux de change déterminé par le marché dans le but de le stabiliser : tout en adoptant un change flottant, les autorités vietnamiennes ont en fait pratiqué une politique d'ancrage de la monnaie par le taux de change.

Les arguments du choix : dollarisation et contrôle de la masse monétaire

La politique de stabilité du taux de change menée par le Vietnam trouve sa principale justification dans l'usage intensif des dollars dans les paiements. Elle a été rendue possible par la capacité de l'Etat vietnamien à réduire le recours au seignuriage.

Dans une économie dollarisée, deux arguments principaux justifient de mener une politique d'ancrage monétaire par le taux de change. En premier lieu, l'arbitrage permanent qu'opèrent les agents économiques entre la détention de monnaie nationale et celle de devises, en fonction de leurs anticipations relatives aux variations du taux de change, accroît le risque d'instabilité des cours de change inhérent à un système de flottement de la monnaie. Dans une économie dollarisée, la variation des prix et du taux de change qui résulte d'un déséquilibre entre l'offre et la demande de monnaie est amplifiée. En effet, durant le processus d'ajustement au déséquilibre monétaire, la masse monétaire (composée de monnaie nationale et de devises) est indexée, pour sa part composée de devises, sur le taux de change et s'accroît automatiquement avec la dépréciation du taux de change. Or, on sait que dans les économies en développement où les entreprises ne peuvent avoir recours à un marché des

changes à terme pour se couvrir du risque de change, l'instabilité des taux de change freine leur activité internationale.

En deuxième lieu, dans une économie dollarisée la dévaluation de la monnaie perd de son efficacité comme moyen d'améliorer le solde commercial. En effet, la dévaluation est censée agir par deux canaux principaux. D'une part en élevant le prix des biens, elle réduit la valeur réelle des encaisses et exerce ainsi un effet déflationniste sur la demande intérieure. La diminution de la demande globale est censée réduire la demande de biens importés et inciter les entreprises à rechercher des débouchés à l'étranger. Mais lorsque les encaisses monétaires sont largement composées de devises étrangères, l'ampleur de cet effet est considérablement réduit. D'autre part, on attend d'une dévaluation un effet de prix relatif en faveur des biens qui font l'objet du commerce international, autrement dit une dépréciation du taux de change réel. En effet, en raison de la dévaluation le prix des biens exportés et importés augmente, ce qui accroît la rentabilité des activités d'exportation et de substitution à l'importation, pourvu que les coûts intérieurs s'élèvent moins rapidement. Dans une économie dollarisée, cet effet est également amoindri, dans la mesure où le prix de nombreux biens et facteurs de production est exprimé en dollars et donc indexé sur le taux de change. C'est notamment le cas au Vietnam de certains loyers. De même, les salaires payables par les "joint-ventures" sont fixés en dollars. Il est vraisemblable qu'une partie des rémunérations du travail soit en fait indexée sur le taux de change.

Cependant l'efficacité d'une politique d'ancrage monétaire par le taux de change dépend des conditions dans lesquelles s'exerce le contrôle de la création monétaire. Dès 1991, les autorités vietnamiennes ont pu réduire drastiquement le financement monétaire de l'Etat et à partir de 1992 encadrer les crédits des banques d'Etat aux entreprises publiques qui constituaient à l'époque l'essentiel du crédit à l'économie. Cet encadrement du crédit a reposé sur une réforme rapide des entreprises d'Etat. Nombreuses ont été en effet les entreprises publiques qui ont fusionné ou ont fermé, et un tiers des employés (900 000) ont été licenciés (Banque Mondiale, 1996, p. 55). Les entreprises ont rapidement rétabli leur équilibre financier et ont abondé les recettes fiscales (Le Dang Doanh et McCarty A., 1996).

Ainsi les crédits au Trésor public qui de décembre 1989 à décembre 1990 avaient crû de 26 %, n'ont plus augmenté que de 3 % en 1991 et ont diminué de moitié en 1992. Certes en 1993 ils ont pratiquement doublé et retrouvé un niveau proche de celui de décembre 1991. En 1994 leur expansion s'est ralentie (+ 16 %) pour devenir nulle en 1995 et, semble-t-il, 1996. De décembre 1991 à décembre 1995, leur croissance annuelle moyenne n'a été que de 2,2 %. Quant aux crédits aux entreprises d'Etat qui en 1991 avaient augmenté de 72 %, leur croissance annuelle durant la même période a été de 25 %. En revanche les crédits au secteur privé qui en décembre 1991 ne représentaient que 7,2 % du crédit intérieur, ont explosé, avec une croissance annuelle moyenne de 98 %, de telle sorte qu'en décembre 1995 ils représentaient 41 % du crédit intérieur. Au total, ce dernier a crû au rythme annuel de 31 %. Dans le même temps les créances sur l'extérieur augmentaient de 12 % par an.

L'évolution contrastée de ces différentes contreparties de la masse monétaire s'est traduite par une expansion relativement rapide de la masse monétaire (lato sensu) : 25 % par an de décembre

1991 à décembre 1995. Il faut toutefois noter qu'au Vietnam, les statistiques monétaires recouvrent les encaisses en dôngs (billets et dépôts à vue et à terme), ainsi que les dépôts bancaires en dollars. Mais, faute d'information, elles ne peuvent prendre en compte les encaisses en billets étrangers. C'est pourquoi, la croissance de la masse monétaire ainsi mesurée est sans doute surévaluée, puisqu'elle compte comme une création monétaire la substitution de dôngs ou de dépôts en devises aux billets de banque étrangers, substitution qui a été favorisée par la légalisation des comptes en devises, la stabilisation du taux de change² et une politique de taux d'intérêt réels en permanence positifs depuis la fin de 1991.

La politique de change et la compétitivité de l'économie vietnamienne

Avant d'analyser les conséquences de la crise asiatique sur l'économie vietnamienne, il est nécessaire de rappeler quelle était la situation avant la crise, car déjà en 1996 la poursuite de la politique de stabilité du taux de change était l'objet d'un débat, et comme nous l'avons dit, elle a été quelque peu infléchie dès 1996.

Cette politique d'ancrage de la monnaie sur le dollar apparaît rétrospectivement judicieuse, puisque l'inflation a été largement maîtrisée : du début de 1992 au début de 1996 elle a été en moyenne de 10 % par an. D'autre part, cette relative stabilité monétaire s'est accompagnée d'une forte croissance économique : 8 à 10 % en moyenne par an. Pourtant cette politique a été périodiquement l'objet de critiques qui l'ont accusée de nuire à la compétitivité des entreprises vietnamiennes. Celles-ci sont devenues plus vives en 1997, après la dévaluation de la monnaie asiatique.

Une appréciation réelle du dông sans surévaluation jusqu'en 1996

Certes l'ancrage du dông sur le dollar à partir de 1992 s'est accompagnée, comme dans tous les pays qui pratiquent le même type de politique, d'une appréciation réelle de la monnaie nationale. Il y a toujours une part d'arbitraire dans la façon de mesurer l'appréciation réelle d'une monnaie ; une approximation est donnée par l'évolution d'un indice du taux de change effectif réel³, mais celle-ci dépend largement de la pondération affectée aux différents partenaires commerciaux (cf. entre autres Edwards 1986). Calculé avec une pondération reflétant la structure géographique du commerce officiel du Vietnam, l'indice du TCER a augmenté du début de 1990 à la fin de 1996 d'environ 20 %⁴.

Il ne semble pas que l'appréciation du taux de change réel ait constitué jusqu'en 1996 un handicap pour l'économie vietnamienne. D'une part la dépréciation antérieure du taux de change réel

² On constate que les dépôts en devises constituaient en décembre 1989 28 % de la masse monétaire contre 20 % en 1995. Mais cette forme de dédollarisation n'est qu'une partie de l'histoire.

³ Celui-ci correspond à la moyenne géométrique des rapports de l'indice des prix à la consommation au Vietnam et dans différents pays concurrents, exprimés dans une même monnaie.

⁴ Calcul CERDI.

avait été considérable, de telle sorte qu'au début de la décennie la rémunération réelle du travail au Vietnam était parmi les plus faibles du monde, ce qui laissait une marge d'appréciation pour le taux de change réel. D'autre part la perte de compétitivité liée à l'évolution défavorable des prix relatifs a pu être compensée par l'accroissement de la productivité des facteurs de production. La croissance de la productivité du travail a été remarquablement rapide au Vietnam, notamment en raison des licenciements massifs dans le secteur public. Elle est évaluée à 22 % pour l'ensemble de la production de 1990 à 1996 et à 50 % pour la seule industrie. D'autre part l'accroissement du taux d'investissement (qui a presque doublé depuis 1990) s'est accompagné d'une accélération de la croissance de telle sorte que le coefficient marginal du capital calculé sur trois années (1994-1996) est égal à 2,9, à peine supérieur à son niveau du début de la décennie (2,4 en 1990-1992). A titre de comparaison, en Thaïlande et en Corée ce ratio est passé de 3 à 5 durant la même période⁵.

Cette croissance de la productivité explique qu'en dépit de l'appréciation réelle de la monnaie la croissance des exportations ait été extrêmement rapide : de 1990 à 1996 les exportations globales (exprimées en dollars) ont crû en moyenne de 27 % par an et les exportations hors pétrole de 28,5 %. Que la croissance des importations ait été encore plus rapide que celle des exportations (34,4 % par an), peut s'expliquer par l'ample croissance des entrées de capitaux à long terme (multipliées par 25, soit 71 % de croissance annuelle), notamment sous forme d'investissements directs, ce qui a permis la forte augmentation (déjà notée) du taux d'investissement⁶.

Ainsi, l'appréciation du taux de change réel au Vietnam ne traduisait sans doute pas en 1996 une surévaluation du đồng. Cette conclusion semble corroborée par l'absence de prime de change du dollar sur le marché parallèle par rapport à son cours sur le marché officiel.

Les conséquences de la "crise asiatique" pour la compétitivité vietnamienne

La question d'une éventuelle surévaluation du đồng a été relancée par la crise asiatique. Celle-ci a en effet modifié de deux manières les données du problème, en agissant à la fois sur le taux de change réel du Vietnam, et sur le niveau d'équilibre de ce taux de change.

La dépréciation brutale des monnaies asiatiques a contribué à apprécier le taux de change réel du Vietnam, dans la mesure où les pays touchés par la crise sont des partenaires commerciaux du Vietnam. Selon les statistiques des Nations-Unies (*Statistical Yearbook for Asia and the Pacific* 1997), les exportations et les importations du Vietnam en direction et en provenance des pays de l'ASEAN⁷ constituaient en 1994 (dernière année disponible) respectivement 13 % et 29 % de son commerce total. C'est ainsi qu'au cours de l'année 1997 l'appréciation du taux de change réel pondéré par la structure géographique du commerce peut être évaluée à environ 8 %⁸. Cette appréciation n'est certes pas

⁵ World Bank, *Global Development Finance*, 1998.

⁶ Les chiffres donnés ont été établis à partir de FMI (1997).

⁷ Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Thaïlande.

⁸ Evaluation FMI.

considérable. Quoiqu'il en soit, elle est un indicateur très imparfait de l'impact de la dépréciation des monnaies asiatiques sur la compétitivité du Vietnam.

Il convient d'abord de noter que le déséquilibre des échanges de produits manufacturés entre le Vietnam, qui demeure encore un "petit pays", et les pays asiatiques touchés par la crise est favorable à la compétitivité des exportations vietnamiennes. En effet l'effondrement des monnaies asiatiques a entraîné une baisse des prix exprimés en dongs des importations en provenance des pays asiatiques, et des exportations à destination de ce pays, mais comme la part relative des importations en provenance d'Asie est bien supérieure à celle des exportations vers l'Asie, en moyenne le prix des exportations globales vietnamiennes est moins affecté que le prix des importations ; en d'autres termes le déficit commercial du Vietnam vis-à-vis des pays asiatiques a sans doute eu pour effet d'améliorer les termes de l'échange du Vietnam.

Certes la concurrence des produits asiatiques vis-à-vis des produits vietnamiens s'exerce de manière plus vive au Vietnam et dans les pays asiatiques, mais aussi dans le reste du monde. La concurrence sur les marchés tiers risque d'être à l'avenir d'autant plus forte que la croissance mondiale sera elle-même sans doute ralentie par la crise asiatique. Il est toutefois possible que l'Inde et la Chine, qui heureusement n'ont pas connu de fortes dépréciations de leur monnaie, soient en réalité les véritables concurrents du Vietnam. En effet le niveau de développement de ces pays est plus proche de celui du Vietnam, comme la structure par produits de leurs exportations.

En ce qui concerne les exportations de produits primaires qui constituent encore le principal des exportations du Vietnam, la baisse des prix en dollars combinée avec la stabilité du taux de change aurait pu entraîner une moindre incitation à exporter. Or, les informations disponibles pour 1997 indiquent une croissance des exportations totales⁹ exprimées en dollars de 17,5 %, ce qui reste considérable, bien qu'inférieur au taux de 41,1 % atteint en 1996, qui constituait au demeurant un record. Le ralentissement dans la croissance du volume des exportations est en fait moindre, en raison précisément de la baisse des prix en dollars des principaux produits primaires exportés par le Vietnam (riz, café, pétrole, hévéa,...).

Le ralentissement dans la croissance des exportations s'est accompagné d'un ralentissement beaucoup plus spectaculaire de celle des importations (+ 6 % en 1997 contre 38,9 % en 1996). Là encore, en volume, ce ralentissement est moindre compte-tenu de la baisse des prix en dollars ; il n'en demeure pas moins surprenant, dans la mesure où il ne semble pas que le taux d'investissement ait connu une baisse sensible. Il est difficile d'y voir une compétitivité accrue des productions vietnamiennes. Il reflète sans doute un durcissement de la protection commerciale.

Incertitude sur le taux de change d'équilibre

⁹ On ne connaît pas encore pour 1997 la répartition des exportations par catégories.

Pour apprécier le degré de surévaluation d'une monnaie, il faut tenir compte non seulement de la variation du taux de change réel, mais aussi des facteurs exogènes, tels que les mouvements de capitaux, susceptibles d'agir sur la balance des paiements. En bref, la question est de savoir si le Vietnam pourra, sans dépréciation de son taux de change réel, proportionner le déficit de sa balance courante aux entrées nettes de capitaux. On peut craindre en effet que la crise asiatique n'ait un effet négatif sur les entrées de capitaux à destination du Vietnam dans la mesure où des pays touchés par la crise sont à l'origine d'une part importante des investissements directs dans ce pays, et où les pays industrialisés sont plus réticents de manière générale à s'engager en Asie.

En fait, d'après les statistiques disponibles pour les neuf premiers mois de 1997¹⁰, les déboursements d'investissements directs étrangers sont en augmentation par rapport à 1996 de 10 %. En revanche les engagements sont en forte diminution par rapport à 1996 (- 67 %). En effet, Singapour, la Corée, le Japon et Taïwan qui avaient contribué pour près de 60 % aux engagements d'investissements directs au Vietnam en 1996, ont diminué leurs engagements de 73 % en 1997. Comme les engagements en provenance de pays non asiatiques ont aussi diminué, bien que dans une moindre proportion, les quatre pays ci-dessus désignés constituent encore 47 % des engagements d'investissements directs étrangers à destination du Vietnam en 1997¹¹.

Une indication quant au caractère déséquilibré ou non d'un taux de change officiel est parfois recherchée dans une comparaison de l'évolution de ce cours avec celui du marché parallèle des devises, un écart négatif entre le cours officiel du dollar et son cours parallèle étant alors interprété comme une surévaluation de la monnaie. Or pendant quelques mois à la fin de 1996 et en 1997, on a pu constater un écart négatif (qui a atteint au maximum 8 %), mais celui-ci est maintenant résorbé. Le caractère transitoire de cet écart laisse penser qu'il ne reflétait pas tant une pénurie de devises qu'un renforcement du contrôle des changes, ou peut-être même la simple crainte d'une application plus stricte des dispositions de change existantes.

A l'avenir le risque de diminution des entrées de capitaux à destination du Vietnam et de pénurie de devises n'est pas négligeable. Cette diminution impose au Vietnam un effort supplémentaire pour améliorer sa balance commerciale. Question plus redoutable, peut-il s'agir d'un retrait massif ? Doit-on craindre au Vietnam une reproduction de la crise de l'Asie du Sud-Est, qui conduirait à une dépréciation brutale et profonde du đồng sur le marché des changes ? L'économie vietnamienne risque-t-elle alors de renouer avec la situation qu'elle a connue avant 1992, de dépréciation cumulative de la monnaie sur le marché des changes et sur le marché des biens ?

Vulnérabilité du Vietnam à la lumière de la crise asiatique

¹⁰ Source FMI (1997).

La majorité des économistes, à la suite de Paul Krugman, s'accorde à considérer que la crise asiatique de 1997 est une crise financière, liée au comportement du système financier, et non une crise de change classique, résultat de la surévaluation des monnaies. Nous expliquons ici que la situation financière du Vietnam ne laisse pas craindre une crise financière analogue à celle qu'ont connue ses voisins. En revanche le Vietnam devra maintenir une situation macroéconomique rigoureuse s'il veut éviter une crise de changes.

Des risques limités de reproduction de la crise financière asiatique

Jugeant la situation macroéconomique des pays d'Asie du Sud-Est à la veille de la crise comme satisfaisante, Paul Krugman a proposé une interprétation de cette crise, proche du diagnostic formulé notamment par Ronald McKinnon (1988) pour les pays d'Amérique Latine (Chili, Uruguay, Argentine) qui dans le courant des années soixante-dix ont tenté, sans succès, d'adopter un système de change fixe.

L'argument peut être schématiquement résumé de la manière suivante. Bien que l'endettement des institutions financières ne fût pas juridiquement garanti par les gouvernements, l'idée semblait très largement répandue, tant chez les dirigeants des institutions financières que leurs créanciers (nationaux et étrangers), que les gouvernements n'accepteraient pas la faillite de larges intermédiaires financiers et au moins compenseraient les pertes des déposants. Dès lors s'est instaurée une situation d'*aléa moral* selon laquelle les institutions financières avaient avantage à faire des prêts très risqués (susceptibles d'un rendement élevé en cas de succès), mais dont le rendement moyen attendu aurait été faible s'il avait été tenu compte des risques. Cette pratique a pu se développer en Asie sur une grande échelle, à cause des possibilités d'emprunts à l'étranger qui évitaient la hausse des taux d'intérêt et sans que soient pris en compte les risques de change, peut-être en raison même de la stabilité durable du taux de change. C'est ainsi qu'une part très importante des prêts des institutions financières s'est dirigée vers le secteur immobilier ou la prise de participation dans des vastes conglomerats d'activités. On a pu en effet noter que les prix des actifs (immobilier et actions) ont monté beaucoup plus vite, avant la crise, que l'indice des prix à la consommation.

Bien que la situation exacte des systèmes financiers asiatiques soit mal connue, plusieurs éléments concourent à ce diagnostic. Ainsi le taux de croissance des crédits à l'économie a été dans les quatre pays nettement supérieur au taux de croissance du produit national (à prix courants) de telle sorte que le rapport du crédit intérieur au PIB s'est accru fortement (il atteint les chiffres considérables de 130 et 136 % en Malaisie et Thaïlande). Il semble¹² que les prêts immobiliers aient constitué plus de 25 % de l'encours des prêts en Malaisie et Philippines et 20 % en Thaïlande. Selon la même source, les créances bancaires douteuses (non-performing loans) avaient atteint 19 % de l'encours en Indonésie, 16 % en Malaisie, 13 % aux Philippines et 17 % en Thaïlande.

¹¹ A l'incertitude sur les mouvements de capitaux, s'ajoute celle sur les prix internationaux des produits primaires. Les exportations de pétrole, de riz, de produits de la pêche, de café, de caoutchouc et de charbon constituaient encore en 1996 à eux six la moitié des exportations vietnamiennes.

La survenance de la crise a été endogène au mécanisme même qui a conduit à la hausse des prix des actifs. Il suffit que les risques qui n'ont pas été correctement pris en compte dans le choix des projets se réalisent pour que le prix des actifs commence à baisser, que l'on prenne conscience du caractère illusoire de la garantie des dettes par les pouvoirs publics, et que s'installe un climat général de méfiance.

Trois caractéristiques du financement ont renforcé la crise :

- l'importance du recours aux emprunts ou émissions d'actions par rapport aux investissements directs, en provenance de l'étranger (de 100 à 500 % selon les pays) ;
- l'importance du stock de la dette à court terme dans le total des dettes vis-à-vis de l'étranger, ainsi que l'importance de la transformation financière opérée par les intermédiaires financiers (financement d'investissement à long terme par des ressources à court terme) ;
- l'exposition aux risques de change des intermédiaires financiers ou de leurs clients (emprunts en dollars finançant des placements en monnaie locale, sous la forme d'immeubles ou de prises de participation dans des entreprises du secteur des biens non échangeables internationalement).

Dès lors on a pu observer une contagion de la crise entre les trois marchés : marché des changes, marché des titres, marché immobilier. La dépréciation de la monnaie nationale, en augmentant la valeur nominale de la dette à l'égard des non-résidents, a accru les problèmes de solvabilité du système bancaire et l'a conduit à liquider une partie de ses actifs. La baisse du prix de ces derniers en renforçant le climat de méfiance a accru à son tour la dépréciation de la monnaie sur le marché des changes.

La situation financière du Vietnam apparaît à bien des égards différente de celle des pays d'Asie du Sud-Est. La croissance du crédit intérieur a été beaucoup plus raisonnable, de telle sorte que le rapport du crédit intérieur au PIB a diminué de 1990 à 1996 (où il n'est que de 21 %), au lieu d'augmenter fortement comme dans les autres pays. Si les flux de capitaux privés étrangers en proportion du PIB sont du même ordre de grandeur que dans les pays d'Asie du Sud-Est, la part des investissements directs y est beaucoup plus élevée. Cette différence s'explique par l'absence au Vietnam d'un marché financier de titres et par le maintien d'un certain contrôle des changes pour les opérations en capital.

Quant à l'utilisation des fonds empruntés elle est certainement différente, bien que les informations soient assez limitées sur ce point. Il semble que la part des crédits pour l'immobilier soit moindre¹³, et que les banques n'aient pas pris de risque de change important. En revanche, les clients des banques ont contracté une part importante de leurs emprunts en dollars (environ le tiers). D'autre part la majeure partie du crédit est encore accordée par l'intermédiaire des Banques d'Etat (77 % en septembre

¹² Source de marché, cité par la Banque Mondiale, *op.cité*, p. 33.

¹³ Il existe de nombreux projets immobiliers (notamment des complexes hôteliers) qui sont arrêtés au Vietnam, mais ceux-ci ont été financés plus par l'étranger que les banques vietnamiennes.

1997), de telle sorte que les entreprises d'Etat en reçoivent plus de la moitié (51 %) ¹⁴. Il est à craindre que les impayés soient importants et peut-être croissants.

Ainsi le risque d'une crise de type asiatique au Vietnam paraît-il faible. Mais il n'est pas moins vulnérable à une crise de change plus classique.

Les risques plus sensibles, mais réductibles d'une crise de change

On sait que quelle que soit l'importance de ses réserves extérieures un pays ne peut maintenir durablement la parité de sa monnaie lorsque les agents économiques anticipent un déficit persistant de la balance des paiements. Ces anticipations négatives résultent généralement d'une conjonction d'indicateurs tels que l'appréciation réelle de la monnaie liée à une forte inflation, la détérioration du solde de la balance commerciale ou de celui des paiements courants, un taux d'épargne nationale faible impliquant un fort emprunt à l'extérieur pour maintenir la croissance, un endettement extérieur important rendant de plus en plus difficile de tels emprunts et, sous l'effet de ces contraintes, le ralentissement même de la croissance ¹⁵...

De ce point de vue, la situation du Vietnam semble moins favorable que celle des pays d'Asie du Sud-Est à la veille de la crise. L'appréciation réelle de la monnaie y est sans doute plus forte. La Thaïlande, la Malaisie et les Philippines, qui avaient stabilisé depuis 1989-1990 le cours de leur monnaie vis-à-vis du dollar (contrairement à l'Indonésie), avaient connu, en raison de l'entrée massive et croissante de capitaux extérieurs, une appréciation de leur taux de change effectif réel. Sensible, celle-ci n'était pas démesurée : selon les calculs de la Banque Morgan, par rapport à 1988-1992 l'appréciation aurait été à la veille de la crise de 5 % pour l'Indonésie, 9 % pour la Thaïlande, 13 % pour la Malaisie, 18 % pour les Philippines. Quant à la Corée du Sud elle avait connu une dépréciation sensible de son taux de change réel (- 13 %). Cette faible appréciation du taux de change réel s'explique par la modération de l'inflation, inférieure dans les pays cités à 10 %. En revanche, le Vietnam a connu une inflation supérieure (14,5 % en 1994, 12,7 % en 1995, mais seulement 4,5 % en 1996). Les taux d'épargne en Asie du Sud-Est étaient remarquablement élevés : 37 et 34 % en Malaisie et Thaïlande, 29 % en Indonésie, 20 % aux Philippines en 1996 alors qu'à la même date le taux d'épargne au Vietnam n'est que de 17 %. Alors que les pays d'Asie du Sud-Est ont des budgets équilibrés ou excédentaires, le solde budgétaire vietnamien demeure négatif (- 1,2 % du PIB en 1996...). Il en résulte que le déficit de la balance des paiements courants est bien supérieur (en % du PIB) au Vietnam (10,4 % en 1996) que dans les pays asiatiques de référence (3,3 % en Indonésie, 4,7 % aux Philippines, 7,9 % en Thaïlande) à l'exception de la Malaisie où le déficit atteignait 10 % du PIB.

¹⁴ Notons, à titre de comparaison, qu'en 1996 (dernières données de la comptabilité nationale) le secteur d'Etat productif contribuait pour 31 % au PIB.

¹⁵ Cf. pour un survey de la littérature sur les indicateurs de vulnérabilité à une crise de change (ou à une crise financière) dans les pays émergents, Flood et Marion (1998).

Cependant la situation du Vietnam est meilleure si l'on considère la croissance économique puisqu'en 1996 elle a été au Vietnam de 9,3 % contre une croissance entre 4 et 6 % dans les quatre pays asiatiques précédemment cités.

Toutefois il convient de souligner que le Vietnam court un risque particulier, lié à la dollarisation de l'économie. Certes celle-ci a régressé grâce à plusieurs années consécutives de stabilité du taux de change, mais n'a pas disparu. Comme on l'a déjà souligné, le risque de dépréciation brutale du taux de change en raison des anticipations des agents économiques est particulièrement élevé dans une économie dollarisée, où les agents économiques arbitrent en permanence entre la détention de devises et celle de monnaie nationale.

L'évolution de la dollarisation et sa sensibilité aux variations du taux de change ne peuvent être retracées de façon précise puisque, si l'on connaît les dépôts bancaires libellés en dollars, on ignore l'évolution des encaisses en billets étrangers. On peut seulement constater que les dépôts en devises qui constituaient en décembre 1989 28 % de la masse monétaire (monnaie manuelle en dôngs, dépôts à vue et à terme en dôngs et en devises) n'en constituaient plus que 21 % en 1995. La dépréciation du dông vis-à-vis du dollar en 1996 et 1997 n'a pas renversé le mouvement (en septembre 1997 le ratio est égal à 20 %). La tentation de substituer des dépôts en dollars aux dépôts en dôngs a certainement été contenue par l'écart important entre les taux d'intérêt versé sur les dépôts en dôngs (13 à 14 %) et celui versé sur les dépôts en dollars (6 à 7 %). Il n'est toutefois pas exclu que les encaisses en billets aient été plus sensibles que les dépôts aux anticipations de variation du taux de change, dans la mesure où celles-ci ne peuvent être compensées, dans le cas des encaisses en billets, par une différence de taux d'intérêt.

Face au risque de dépréciation du taux de change lié à une brusque méfiance des agents économiques vis-à-vis de la valeur du dông, les autorités vietnamiennes peuvent être tentées de réduire la dollarisation de l'économie par des moyens administratifs, autrement dit de limiter (voire d'interdire) l'utilisation du dollar dans les transactions. Une telle politique serait en rupture avec la politique libérale adoptée en 1989, qui a permis une réduction sensible de la dollarisation de l'économie. D'autre part, l'expérience de pays d'Amérique Latine confrontés à la même situation démontre le caractère illusoire des mesures réglementaires dans ce domaine.

Les autorités vietnamiennes ont déjà quelque peu réduit la liberté des changes pour les opérations courantes, en obligeant les entreprises à rapatrier dans une banque vietnamienne leurs recettes d'exportation (même si cette disposition nouvelle est, semble-t-il, appliquée avec souplesse) ; d'autre part les achats de devises (en dehors des opérations commerciales) ont été limités à 500 \$ (contre 7 000 \$ auparavant). Il serait certainement beaucoup plus grave, pour la confiance en la monnaie nationale, d'empêcher les détenteurs des comptes en dollars dans les banques de retirer des dollars, comme la rumeur en court périodiquement depuis le début de l'année 1998, alimentée par des déclarations apparemment contradictoires des autorités vietnamiennes.

Pour éviter que le Vietnam ne connaisse une crise de change, il devra accélérer les réformes engagées depuis plusieurs années afin de maintenir sa compétitivité. Il s'agit d'une part de la politique macroéconomique, destinée à contrôler la demande globale et ainsi à ralentir la hausse des prix, et plus encore des politiques structurelles (du côté de l'offre) destinées à accroître la productivité des entreprises. Si le Vietnam est parvenu depuis 1992 à maintenir la stabilité de son taux de change, c'est grâce à un remarquable effort budgétaire, qui lui a permis de supprimer tout financement monétaire du déficit budgétaire. Il convient d'améliorer encore le prélèvement fiscal et de contenir la croissance de la masse salariale, de manière à préserver les dépenses d'investissement en capital humain et en infrastructures qui concourent à la productivité des entreprises. Une accélération de la réforme du secteur des entreprises publiques devrait à la fois permettre de renforcer la politique monétaire (et le contrôle de la demande globale) et contribuer à accroître l'efficacité du système productif.

Les enseignements de la crise asiatique plaident aussi en faveur d'un renforcement du système bancaire et du système de surveillance des intermédiaires financiers. Ils justifient une réglementation des opérations en capital favorable aux investissements directs, mais restrictive à l'égard des placements financiers étrangers, en particulier à court terme. A cet égard, le Vietnam peut s'inspirer de la politique de certains pays d'Amérique Latine (Mexique, Chili, Colombie) qui ont agi dans ces deux directions après la crise mexicaine de 1994 et qui ont échappé à l'orage asiatique.

x

x x

Si ces politiques se révèlent insuffisantes pour un équilibre durable de la balance des paiements, le gouvernement vietnamien pourrait être conduit à une politique plus flexible de son taux de change. Mais il y a un risque, compte-tenu de la dollarisation de l'économie, que cette flexibilité contrôlée se transforme en dépréciation brutale et involontaire du taux de change.

Dans une telle situation le Vietnam n'aurait plus que deux solutions. L'une reviendrait à accepter la dollarisation complète de son économie ce qui est une façon radicale de se mettre à l'abri des variations du taux de change, mais prive le pays de tout bénéfice de seigneurage, transféré à celui dont il utilise la monnaie, en l'occurrence les Etats-Unis. L'autre consiste, comme certains pays l'ont tenté, à recourir à une caisse d'émission, comme le fit naguère l'Argentine, mais avec un risque d'insuffisance d'émission monétaire pour une économie en rapide croissance. La voie choisie par le Vietnam paraît donc raisonnable, à condition qu'il se donne les moyens de la suivre.

Annexe - Comparaison de quelques indicateurs économiques et financiers Asie du Sud-Est / Vietnam

	Indice du taux de change effectif réel (source J.P. Morgan) juin 1997	Taux de croissance du PIB		Taux de croissance du PIB par tête	Taux d'inflation %			Solde budgétaire % du PIB		Taux national d'épargne % du PIB	Solde de la balance des paiements courants % du PIB
	(1988-1992 = 100)	1990-95	1996	1996	1994	1995	1996	1993-95	1996	1996	1996
Indonésie	105	7,6	7,5	5,8	8,5	9,3	8,0	1,2	0,9	28,7	- 3,3
Malaisie	113	8,7	8,3	5,8	3,5	6,0	3,6	2,3	1,1	37,1	- 10,0
Philippines	118	2,3	6,9	4,5	9,4	7,9	8,4	0,0	- 0,4	19,6	- 4,7
Thaïlande	108	8,4	5,4	4,4	5,3	5,0	5,9	2,3	2,3	34,3	- 7,9
Vietnam	Fin 1997 Janvier 1990 = 100 128	8,3	9,3	7,3	14,5	12,7	4,5	- 3,3	- 1,2	16,8	- 10,4

	Taux de croissance des exportations en \$ %			Taux de croissance des importations en \$ %			Entrée nette de capitaux privés % du PIB			Crédit intérieur rapport au PIB %		Ratio des dettes à court terme / dette totale vis-à-vis des non-résidents %	Placements à long terme (prêts et acquisition d'action) sur investissements directs étrangers en %
	1994	1995	1996	1994	1995	1996	1994	1995	1996	1990	1996	1996	1996
Indonésie	8,8	13,4	9,7	12,9	27,9	6,2	0,3	3,5	6,1	45	55	25	118
Malaisie	24,7	26,0	9,3	30,4	30,5	0,7	1,2	6,2	8,4	80	136	28	151
Philippines	19,9	31,6	26,9	19,9	25,7	21,3	7,9	8,4	17,7	26	72	19	204
Thaïlande	22,7	25,1	1,8	17,9	30,0	3,1	14,3	17,3	14,5	84	130	41	500
Vietnam	35,8	28,2	41,1	26,0	43,8	38,9			8,8	23,6	21	14	57

Sources : World Bank, *Global Development Finance*, 1998.
World Bank, *World Development Indicators*, 1998.

REFERENCES

- FISCHER (S.) (1998), "Causes et conséquences de la crise asiatique dans l'optique du FMI", FMI, *Bulletin*, 2 février 1998, p. 21-22.
- FLOOD (B.) et MARION (N.) (1998), "Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature", NBER *Working Paper*, n°6380, Cambridge, Massachusetts, MIT Press.
- FMI (1997), *Staff Report for the 1997 Article IV Consultation*, décembre.
- GUILLAUMONT (P.) et GUILLAUMONT JEANNENEY (S.) (1997), "CHÍNH SÁCH TY GIÁ VÀ CÔNG CUỘC CHUYÊN DỜI SANG KINH TẾ THỊ TRƯỜNG : KINH NGHIỆM VIỆT NAM", DỜI MÓI QUAN LÝ KINH TẾ", *L'ouverture économique*, TẬP 1.
- GUILLAUMONT (P.) et GUILLAUMONT JEANNENEY (S.) (1998), "Politique de change et transition vers l'économie de marchés : expériences comparées de la Chine et du Vietnam", *Développement et transition vers l'économie de marché*, Actes des 3^e Journées scientifiques du Réseau Analyse Economique et Développement, AUPELF-UREF, p.100-114.
- GUILLAUMONT (P.) et de MELO (J.) (ed.) (1994), *Vietnam. Policies for Transition to an Open Economy*, UNDP World Bank Trade Expansion Program, Country Report n° 13, février.
- GUILLAUMONT JEANNENEY (S.) (1993), "La politique économique en présence de substitution de monnaies", *Revue économique*, mai, p. 349-368.
- KRUGMAN (P.) (1998), "What happened to Asia", Web, jan.
- Mc KINNON (R.) (1988), "Financial Liberalisation in Retrospect : Interest Rate Policies in LDC's", in G. Ranis et T.P. Schultz (ed.), *The State of Development Economics : Progress and Perspectives*, New-York, Basil Blackwell Inc., p. 386-410.
- Mc KINNON (R.) et PILL (H.) (1996), "Credible Liberalizations and International Capital Flows : the Overborrowing Syndrome", in T. Ito and A.O. Krueger eds., *Financial Deregulation and Integration in East Asia*, Chicago : Chicago University Press.
- RIFFLART (Ch.) (1997), "A l'origine de la crise financière : les tigres d'Asie", *La lettre de l'OFCE*, p. 5-8.
- WORLD BANK (1998), *Global Development Finance*.