

Flux internationaux de capitaux et bulles spéculatives métropolitaines Le cas de Bangkok et de la Thaïlande

Eric CHARMES

in A. OSMONT & C. GOLDBLUM, *Villes et citadins dans la mondialisation*,

Paris, Karthala, 2003, p. 91-105

Nota : une première version de cet article a été publiée sous une forme légèrement différente dans la revue *Etudes foncières* sous le titre « Bulles spéculatives immobilières suite - La nouvelle bulle a éclaté en Thaïlande » (n° 81, Hiver 98-99, p. 5-10).

On insiste beaucoup sur la volatilité des placements financiers comme cause de la crise qui a dernièrement frappé l'Asie orientale, mais il convient de garder à l'esprit que, dans leur quête de profit, les flux financiers, tout immatériels qu'ils soient, restent tributaires de l'usage qui leur est trouvé localement. Il n'est ainsi pas anodin que la crise de la seconde moitié des années 1990 se soit affichée sous le nom des grandes capitales de la région¹. Cette localisation témoigne de l'importance de la composante métropolitaine dans l'économie de cette aire géographique. Le cas de la Thaïlande, pays comparable à la France en superficie et en population et lieu de déclenchement de la crise de l'été 1997, est à cet égard tout à fait significatif. La croissance économique de ce pays, impulsée dans une large part par son intégration dans les circuits économiques de la mondialisation, s'est accompagnée d'un très fort développement de la promotion immobilière et foncière au sein de sa capitale. Une bulle spéculative s'est constituée, gonflée à partir du début des années quatre-vingt-dix par l'ouverture du royaume aux placements financiers internationaux à court terme. On a d'abord cru les conséquences de l'éclatement de cette bulle limitées à l'immobilier, mais son impact s'est étendu à la totalité de l'économie thaïlandaise et, finalement, à une bonne partie de l'Asie.

Aujourd'hui, même si la monnaie thaïlandaise, le baht, a disparu des manchettes des journaux et même si l'actualité boursière s'est déplacée vers d'autres régions, la Thaïlande continue à se débattre avec les conséquences de la crise. C'est que le poids d'une perte d'un milliard de dollars n'est pas le même en Asie du Sud-Est et dans les pays dits « développés ». Dans les pays émergents, les flux financiers engendrés par la mondialisation ont un poids tel que les secteurs qu'ils nourrissent écrasent les autres compartiments des économies locales.

Dans le cas thaïlandais, le marché foncier et immobilier a été particulièrement sensible à l'afflux de capitaux étrangers. En effet, le recours quasi exclusif au foncier par les institutions financières thaïlandaises pour garantir leurs prêts ou leurs investissements a pour une large part lié ces flux financiers à la valeur des actifs fonciers de Bangkok². Ceux-ci ont atteint des niveaux sans comparaison avec la richesse réelle de la ville. La crise immobilière a par conséquent creusé dans le

¹ Voir Charles Goldblum, « Enjeux des capitales de l'Asie du Sud-Est – Jakarta et les aléas de la métropolisation », *Hérodote*, n°88, 1998, p. 76-78

² Divers économistes ont insisté *a posteriori* sur l'importance de la surévaluation des actifs fonciers et immobiliers dans le déclenchement de la crise : voir, entre autres P. Krugman, « What Happened to Asia », *Chulalongkorn Journal of Economics*, 10(1), janvier 1998, p. 69-87. Voir aussi, dans le même numéro de cette revue, un article qui nuance les propos tenus avant la crise par Paul Krugman sur l'absence de gains de productivité en Asie du Sud-Est : K. Ueda, « Exchange Rates, Capital Flows and East Asian Economic Growth », p. 43-68

bilan des grandes sociétés de promotion et des sociétés financières des « trous » atteignant au total plusieurs dizaines de milliards de dollars, alors que le produit intérieur brut de la Thaïlande n'était, pour l'année qui a précédé la crise, que de 125 milliards de dollars avec une contribution de la finance et de la promotion inférieure à 10 milliards de dollars. 4 ans après la dévaluation du baht, les silhouettes de dizaines de tours inachevées scandent le paysage de la ville et la résorption des conséquences financières de la crise reste un enjeu majeur du débat politique.

L'inscription de la Thaïlande dans la mondialisation

Entre le milieu des années quatre-vingt et le milieu des années quatre-vingt-dix, la Thaïlande a traversé une période de développement économique dont il existe peu d'équivalents. Si l'on en croit la Banque mondiale, ce pays a connu au cours de ces années la plus forte croissance au monde, le rythme annuel d'augmentation de son produit intérieur brut passant même la barre des 13 % à son maximum, en 1988. Intervenant après celle des « tigres asiatiques » (Hong Kong, Taiwan, Singapour et Corée du Sud), cette croissance a suivi une voie différente, typique des formes actuelles de la mondialisation. Tout d'abord, contrairement aux autres tigres pour lesquels l'Etat a joué un rôle très actif, la Thaïlande a vu son développement porté par une myriade de petites entreprises très flexibles et peu contrôlées par les pouvoirs publics³. Nombre d'entre elles, dans le sillage des investisseurs étrangers, se sont lancées dans le commerce international, se défaisant et se reformant au gré des opportunités sur les marchés à l'exportation. L'Etat thaïlandais, s'il n'est pas resté totalement absent de la scène, a plus accompagné ces initiatives, qu'il ne les a anticipées et dirigées⁴.

Les flux financiers internationaux ont d'autre part joué un rôle important dans le décollage économique de la Thaïlande. Le signal de départ de la croissance a en effet été donné par une conjoncture financière internationale particulièrement favorable, à savoir une dévaluation du baht – imposée par la crise larvée que traversait le pays –, quasi simultanément à une réévaluation du yen – imposée pour sa part en 1985 par les Etats-Unis, soucieux de réduire leur déficit commercial avec le Japon. Or, au même moment, la balance proposée par la Thaïlande entre la stabilité politique, la paix sociale, le coût de la main d'œuvre et la qualité de certaines infrastructures était sans doute pour les investisseurs étrangers l'une des meilleures en l'Asie du Sud-Est. Cette conjoncture a, en tout état de cause, entraîné un afflux massif d'investissements directs japonais. Ces investissements, parfois improprement qualifiés de « délocalisations », furent directement responsables de la décennie de prospérité qui a suivi.

³ P. Phongpaichit & C. Baker, *Thailand's Boom and Bust*, Chiang Mai, Silkworm books, 1998, chapitre 4

⁴ On retrouve ici certaines des caractéristiques de la globalisation telles qu'elles sont décrites par Manuel Castells dans *La société en réseaux*, Vol. 1, *L'ère de l'information*, Paris, Fayard, 1998.

Le développement de la promotion immobilière

Les manifestations de cette forte croissance économique furent surtout visibles à Bangkok dont la primauté traditionnelle au sein du réseau urbain thaïlandais a été renforcée par la dynamique de globalisation décrite notamment par Saskia Sassen⁵. A partir du début des années quatre-vingt-dix, avec 16 % de la population, la région métropolitaine a concentré plus de la moitié des richesses produites par la Thaïlande. Avec l'arrivée massive d'investisseurs étrangers dans la seconde moitié des années quatre-vingt, le centre d'affaires de Bangkok a ainsi vu fleurir les immeubles de bureaux. Lorsque peu avant le boom économique, en 1984, la plus grande banque thaïlandaise, la Bangkok Bank, a inauguré son nouveau siège social sur l'une des artères principales du centre d'affaires de la capitale, le bâtiment fut surnommé le « poisson géant » par les Thaïlandais⁶. Aujourd'hui, l'immeuble est noyé sous une nappe de tours, portant haut le nom de grandes chaînes hôtelières et d'entreprises internationales. Alors qu'en 1985, Bangkok comptait 120 immeubles de plus de dix étages, plus d'un millier d'immeubles de ce type découpèrent le ciel de la ville dix ans plus tard. La plus haute tour, la Thai Wah Tower II, atteignait alors 60 étages. Un bâtiment plus imposant encore était cependant déjà en construction : la Baiyoke Tower II, qui devait atteindre 320 mètres de hauteur sur 90 étages et devenir ainsi, non seulement la construction la plus élevée de Bangkok, mais aussi la plus haute structure en béton du monde⁷.

La production annuelle de bureaux a atteint à son sommet, en 1994, plus d'un million de mètres carrés, portant à plus de quatre millions de mètres carrés la surface existante à Bangkok⁸. Dans le centre d'affaires, un immeuble de bureaux comprenait couramment à lui seul plusieurs dizaines de milliers de mètres carrés. En 1996, pour les mieux équipées de ces tours, la valeur locative du mètre carré s'élevait environ à 250 dollars par an. A la vente, ce même mètre carré se négociait en moyenne 2 400 dollars⁹. Ces chiffres peuvent certes paraître modestes, surtout si on les compare aux prix pratiqués au plus fort de la spéculation immobilière au Japon, mais il ne faut pas oublier qu'en Thaïlande, au milieu des années quatre-vingt-dix, le revenu moyen par habitant était environ dix fois inférieur à celui de la France.

Les propriétaires ont rapidement réclamé une part des profits recueillis par les promoteurs et les prix du sol ont largement suivi l'envolée des valeurs immobilières. Dans les quartiers d'affaires et le long des corridors de développement du nord et du sud-est, autour des avenues Phahon Yothin et Sukhumvit, les prix perdirent tout rapport avec le niveau de vie local. Dans le centre de Bangkok, en 1996, les terrains les mieux situés se négociaient couramment à plus de 5 000 dollars le mètre carré. A

⁵ *La ville globale – New York, Londres, Tokyo, Paris*, Descartes & Cie, 1996

⁶ P. Phonpaichit & C. Baker, *op. cit.*, 1998, p. 42

⁷ J. Hoskin & A.W. Hopkins, *Bangkok by Design – Architectural Diversity in the City of Angels*, Bangkok, Post Books, 1995, p. 13-14. Avec la crise, la construction de cette tour a été arrêtée au 78^e étage.

⁸ *Bangkok Post*, « Year-End Economic Review », 30 décembre 1994, p. 63

⁹ Voir : Jones Lang Wootton, « Bangkok Property Outlook », *Property Research Paper – Thailand*, n°4, janvier 1997, p. 2-3

ce prix, seules des opérations de grande envergure, destinées aux sociétés les plus internationalisées, pouvaient être rentables.

Le développement économique de Bangkok a aussi été marqué par une explosion des constructions résidentielles, avec une première couronne de constructions verticales (les condominiums) derrière laquelle s'étaient étalés à perte de vue des lotissements. A partir de 1990, avec une population qui s'élevait alors à 8,5 millions d'habitants, la production annuelle de logements dans la région métropolitaine de Bangkok a dépassé les 100 000 unités pour atteindre plus de 150 000 unités en 1994 et en 1995, soit un rythme annuel d'augmentation du stock total de logements supérieur à 8 %. L'année 1994 vit par ailleurs le lancement de la construction de plus de 250 000 logements¹⁰.

Les possibilités paraissaient sans limite et des projets quasi pharaoniques de villes nouvelles entièrement privées virent le jour. Face aux carences de la municipalité de Bangkok, la gestion privée des équipements et des infrastructures était en effet un bon argument de vente. Le plus important projet de ce type fut mis en œuvre par la société Bangkok Land, gérée par une famille considérée au début des années quatre-vingt-dix comme la plus fortunée de Thaïlande. A l'origine, on prévoyait que cette ville nouvelle, dénommée Muang Thong Thani, accueillerait chaque jour un flux de 400 000 personnes sur près de 370 hectares. Signe de l'intégration de la Thaïlande dans l'économie mondiale, la première tranche de cette ville nouvelle a été construite par Bouygues et a par la suite été gérée par la Saur.

Bref, les bénéfices de la croissance ont été massivement réinvestis dans l'immobilier. Cette activité était tirée par une demande en constante augmentation. La population de la région métropolitaine de Bangkok croissait d'au moins 2,5 % l'an, soit une augmentation supérieure à 50 000 du nombre de foyers à loger chaque année. Dans le même temps, les revenus des Bangkokiens augmentaient en termes réels de plus de 10 % par an. Devenir locataire sur le marché formel ou même propriétaire devenait une possibilité pour une fraction croissante de la population. En outre, au-delà de la seule augmentation du pouvoir d'achat, diverses transformations des modes de vie favorisèrent le gonflement de la demande de logements. Les accédants étaient pour une large part des jeunes couples en pleine ascension sociale et désireux de s'émanciper en quittant le logement familial¹¹. Preuve de ce changement sociologique : alors qu'au milieu des années soixante-dix, le nombre moyen de personnes par foyer était de 5,7, vingt ans plus tard celui-ci était de 3,3.

En tout état de cause, en 1995, malgré une production pléthorique, les besoins en logement de la population de Bangkok étaient encore loin d'être satisfaits et certains estimaient que, pour les cinq

¹⁰ Une bonne part des chiffres mentionnés ci-après sur le marché du logement à Bangkok proviennent de W. Wonghanchao, *Housing Industry in Bangkok – Thailand*, Texas A&M University, 1996

¹¹ P. Chalermpong Koanantakool, *Urban Life and Urban People in Transition*, Bangkok, Thailand Development Research Institute, 1993

années à venir, il convenait de construire plus de 160 000 logements nouveaux par an pour combler l'écart entre l'offre existante et les besoins prévisibles¹².



Bangkok – Tours d'habitation (condominiums)

La montée des taux de vacance

Les capacités d'accès au logement sont toutefois différenciées. Par conséquent, même lorsque le nombre d'unités d'habitations construites correspond globalement aux besoins de la population, tous les logements produits ne trouvent pas nécessairement preneur. De fait, en 1995, moins de 60 % des ménages de Bangkok étaient en mesure d'acquérir un logement sur le marché libre. Ainsi, même en lointaine périphérie, les logements les moins chers alors disponibles étaient des appartements en copropriété de 30 mètres carrés vendus 12 000 dollars (les condominiums économiques). Avec des taux d'intérêts à 12 %, seuls ceux disposant d'un revenu supérieur à 450 dollars par mois pouvaient accéder à ce type de logement. Un tel achat n'était à la portée que d'un couple d'employés ou de petits fonctionnaires.

¹² Voir W. Wonghanchao, *op. cit.*, 1996, p. 44-48

Le salaire minimum, celui d'un ouvrier ou d'une vendeuse de grand magasin par exemple, était fixé en 1995 à 6 dollars par jour, soit environ 150 dollars par mois (certes généralement complétés avant la crise par un bonus équivalent à plusieurs mois de salaire en fin d'année). Pour ces foyers qui disposaient pourtant de revenus réguliers, la location d'un appartement était souvent le seul horizon possible. La plupart des familles à bas revenus ne pouvaient se loger ailleurs que dans le secteur dit « informel ». Des estimations basses évaluaient à 275 000 le nombre de ces logements à Bangkok en 1992¹³.

Bref, au prix où ils étaient vendus, la quantité de logements construits dépassait largement les capacités de la demande solvable. Le décalage était de plus en plus prononcé au fur et à mesure que l'on s'approchait du haut du marché. Ainsi, en 1995, près de 30 % des habitations affichaient un prix de vente supérieur à 48 000 dollars. Or, seuls 10 % des ménages se trouvaient dans la capacité d'acquérir de tels logements. Les revenus cumulés de deux instituteurs permettaient au mieux d'envisager l'achat d'une habitation d'une valeur d'environ 30 000 dollars. Pour cette somme, à condition d'accepter de s'éloigner d'une quinzaine de kilomètres du centre de Bangkok, il était possible d'acquérir une maison de ville de 80 mètres carrés, installée sur une parcelle d'une soixantaine de mètres carrés dans un lotissement de bas de gamme.

Dès 1993, le taux de vacance, alors en continuelle augmentation, approcha les 10 % ; il atteignit 11,5 % en 1994, puis 14,5 % en 1995, soit un total de plus de 300 000 logements vacants. Certes, les familles les plus fortunées faisaient souvent l'acquisition de plusieurs appartements, que ce soit à titre spéculatif ou en prévision de l'émancipation de leurs enfants. Il n'en reste pas moins qu'une bonne part des logements qui arrivaient sur le marché ne trouvaient pas preneurs. Dans l'immobilier de bureaux, la situation n'était guère meilleure, puisque le taux de vacance s'élevait déjà en 1994 à près de 32 %. L'offre était notamment beaucoup trop abondante en périphérie : 40 % des bureaux y étaient inoccupés, contre 24 % dans le centre d'affaires.

Les difficultés des sociétés de promotion demeurèrent toutefois longtemps masquées. Celles-ci gonflaient artificiellement les taux de réservation et de ventes des unités de leurs projets. Des personnes peu fortunées étaient ainsi payées pour signer un chèque de réservation. Dans d'autres cas, le versement d'un montant dérisoire, inférieur à un millième de la valeur du logement, suffisait pour valider la signature d'une promesse de vente.

L'inadéquation de l'offre et de la demande tient pour une bonne part au fait que les perspectives d'enrichissement rapide avaient souvent conduit à construire n'importe quoi n'importe où. On construisait sans étudier au préalable la viabilité du projet puisque la clientèle semblait toujours au rendez-vous. Ces pratiques n'étaient pas l'apanage des investisseurs occasionnels. Muang Thong Thani a ainsi été construite par l'un des plus grands promoteurs thaïlandais sur un modèle directement inspiré des villes nouvelles de Hong Kong. Plus que par une étude de marché,

¹³ C.A. Setchell, « Recent Housing Activity in Bangkok : Has the Boom Benefited the Poor? », 36th Annual Meeting of the Association of Collegiate Schools of Planning, Phoenix, Arizona, 3-6 novembre 1994, p. 13-17

l'importation de ce modèle avait été motivée par les énormes profits dégagés lors de la construction de ces villes satellites. Les situations des deux métropoles sont pourtant radicalement différentes : l'expansion de Bangkok n'est pas arrêtée par le manque d'espace comme à Hong Kong et la pression foncière est beaucoup plus faible dans la périphérie de la capitale thaïlandaise. Les appartements de luxe à près de 90 000 dollars logés dans des tours de plusieurs dizaines d'étages qui auraient facilement trouvé preneurs à Hong Kong sont restés désespérément vides. De fait, non loin du site, il était facile de trouver pour un prix équivalent à une maison individuelle de bon standing. Abrisés par une vingtaine de tours, près de 3 500 appartements de ce type étaient sortis de terre en 1993. En 1997, peu avant la crise, les tours étaient quasi entièrement inoccupées.

Cette tendance à construire sans grande préoccupation pour la demande fut renforcée par l'économie souterraine (nourrie, par ordre décroissant d'importance, par le jeu, la prostitution et le trafic de drogue). D'après les estimations les plus conservatrices, ces activités créent une richesse équivalente à un cinquième du produit intérieur brut du pays¹⁴. Dans une mesure qu'il est difficile d'évaluer, cette abondance de liquidités a inévitablement contribué à maintenir en vie une activité immobilière qui, sans cela, aurait succombé plus rapidement sous le poids de ses charges financières. Se faire prêter par une banque son propre argent sale pour un projet immobilier était en effet pratique courante. La vente des bureaux et des logements n'avait donc pas toujours pour leurs promoteurs l'importance cruciale qu'elle aurait dû avoir. Les prix furent maintenus à des niveaux artificiellement élevés : il n'était pas exceptionnel de voir, dans des immeubles ou dans des lotissements quasi entièrement vides, les prix de vente ou les loyers demeurer inchangés durant plusieurs mois. L'absence de procédures efficaces de liquidation des actifs d'une société en faillite a sans doute été pour une part non négligeable responsable de cette situation, mais on ne peut s'empêcher de penser que les contraintes financières qui pesaient sur ces promoteurs n'étaient pas ce qu'elles auraient dû être. Cette résistance à la baisse des prix a quoi qu'il en soit contribué à entretenir la croyance que la promotion était encore profitable. La construction est ainsi demeurée soutenue alors que les taux de vacance étaient déjà élevés.

L'imbrication de la promotion immobilière avec les flux financiers internationaux

Que sur un marché aussi euphorique, la promotion immobilière ait connu une profonde crise n'a rien d'étonnant. Ce qui l'est plus, c'est que cette crise ait indirectement fait la une de la presse française à l'été 1997. La réponse réside dans les relations systémiques introduites par la mondialisation et dans les liens noués par l'immobilier bangkokien avec la finance internationale. Pour preuve, la crise qui avait touché la promotion au tout début des années quatre-vingt-dix, soit peu avant l'ouverture de la Thaïlande aux flux financiers, était restée cantonnée dans le cercle des entreprises du secteur et avait

¹⁴ P. Phongpaïchit, S. Piriyarangsarn & N. Treerat, *Guns, Girls, Gambling, Ganja – Thailand's Illegal Economy and Public Policy*, Chiang Mai, Silkworm Books, 1998, p. 7-8

plutôt contribué à un assainissement. Par la suite, l'afflux de capitaux étrangers a donné aux projets des sociétés de promotion une taille démesurée par rapport aux ressources de la Thaïlande. Loin de favoriser le développement économique de ce pays, comme l'avait fait (certes sur fond d'inégalités accrues) l'ouverture aux investissements directs étrangers, la libéralisation des industries bancaires et financières a surtout favorisé une intense spéculation financière et immobilière. Après avoir été le moteur du développement de la Thaïlande, l'économie de la capitale est devenue en partie parasite.

La Thaïlande s'est engagée sur la voie de la libéralisation financière sous la pression internationale et à l'instigation de milieux d'affaires locaux désireux d'accéder à des financements moins onéreux. Suite à cela, les investissements de portefeuille et les prêts à court terme ont pris le relais des investissements étrangers directs. La Thaïlande, en pleine croissance et à la recherche de liquidités, proposait des rendements beaucoup plus élevés que les pays occidentaux. Pour les Japonais notamment, avec un taux d'escompte ramené à 0,5 % en 1995 pour contrer la dépression économique de leur pays, les rendements supérieurs à 10 % couramment proposés par les banques thaïlandaises étaient particulièrement attrayants. Certes, les risques de défaut de paiement étaient élevés, mais le risque de change était extrêmement réduit, puisque que la parité entre le dollar et le baht était alors quasi fixe. Ainsi, au cours de la seule année 1993, les investissements de portefeuille ont atteint un niveau dix fois supérieur à la moyenne des cinq années précédentes¹⁵. Les prêteurs à la recherche de placements risqués, mais à hauts rendements, se bouscuaient : l'euphorie ne régnait pas qu'en Thaïlande.

Cet afflux de liquidités a très fortement amplifié la bulle spéculative immobilière et foncière de Bangkok. Les brochures qui montraient des résidences de millionnaires plantées autour d'un terrain de golf se sont multipliées.

Mais, en même temps qu'elle a favorisé le gonflement d'une bulle spéculative immobilière, la libéralisation financière quelque peu inconsidérée de l'économie thaïlandaise a précipité sa crevaisson. Auparavant en effet, les investissements directs étrangers servaient principalement à la création de sociétés dont la production, le plus souvent exportée, amenait des devises à la Thaïlande. Avec la libéralisation financière, les capitaux levés à l'étranger par les banques thaïlandaises ont surtout favorisé l'explosion de la consommation et financé un endettement massif. La dette privée ainsi contractée par les consommateurs thaïlandais a été multipliée par trois entre 1993 et 1996, pour atteindre une centaine de milliards de dollars¹⁶. Fait aggravant – pour la dépendance de la Thaïlande vis-à-vis des capitaux étrangers – cette consommation s'est tournée pour une part non négligeable vers des biens importés. C'est ainsi que la Thaïlande est devenue l'un des plus gros marchés au monde pour les producteurs de berlines de luxe. Bref, avec la libéralisation financière du début des années quatre-vingt-dix, la Thaïlande et, plus particulièrement Bangkok, a changé de mode de développement.

¹⁵ P. Pongpaichit & C. Baker, *op. cit.*, 1998, p. 42

¹⁶ The Economist Intelligence Unit, « Thailand », *Country Profile 1997-1998*, Londres, 1997, p. 43

Financée par des investisseurs peu scrupuleux et surtout attirés par l'espoir de gains rapides, la capitale a commencé à vivre au-dessus de ces moyens.

Dans ce contexte, la crise mexicaine de 1994, liée elle aussi à une trop grande dépendance vis à vis des capitaux étrangers, a provoqué un choc. La Banque de Thaïlande a alors adopté en 1995 une politique monétaire restrictive, notamment à l'égard de la promotion, secteur jugé peu productif et d'ors et déjà en situation de crise larvée¹⁷.

Cette politique d'austérité a ralenti l'activité immobilière du fait de la baisse de la demande, la hausse des taux réduisant mécaniquement les capacités financières des ménages¹⁸. Mais, faute de véritable accompagnement politique, ces restrictions n'eurent qu'un impact limité. Les projets demeurèrent encore très nombreux en 1995, avec la mise en chantier de plus de 160 000 logements. L'effet d'étranglement fut surtout sensible pour les petits promoteurs. Dès la fin 1995, de plus en plus d'entreprises modestes se sont trouvées incapables de financer l'achèvement de leurs projets. Quasiment dépourvus de toute protection juridique, ceux qui avaient déjà versé des acomptes ont le plus souvent tout perdu¹⁹. Ces citoyens, généralement modestes, furent les premières victimes de la crise qui s'annonçait. Les sociétés les plus importantes et les plus réputées avaient quant à elles toujours la possibilité d'avoir directement accès à des financements en dollars, pour leur part de moins en moins onéreux. La plupart se contentèrent d'ailleurs d'annoncer en 1995 une baisse de leurs bénéfices.

Les tentatives de mise au pas de l'économie par le gouvernement de l'époque ont malheureusement sans doute surtout eu pour conséquence de le déconsidérer aux yeux des couches moyennes et supérieures de Bangkok. Celles-ci, habituées jusque-là à une économie euphorique, furent en effet toutes disposées à entendre qu'avec un autre parti au pouvoir tout se paraissait mieux²⁰. Sous la pression des médias, le Premier Ministre, Chuan Leekpai, fut acculé à la démission au début de l'année 1995. Or son gouvernement était sans doute le plus compétent et le moins corrompu qu'avait alors connu la Thaïlande démocratique. Les élections de 1995 et de 1996 amenèrent au pouvoir des partis minés par les appétits financiers de leurs membres et dont l'image dans les milieux d'affaires internationaux était désastreuse.

¹⁷ *Bangkok Post*, « Year End Economic Review », 29 décembre 1995, p. 44

¹⁸ *Idem et Far Eastern Economic Review*, « Is This Estate Real? », 15 août 1996, p. 48

¹⁹ *Bangkok Post*, « Left in the Real Estate Lurch », 25 mars 1996, p. 38

²⁰ Voir à ce sujet, P. Handley, « More of the Same? Politics and Business, 1987-1996 », in : K. Hewison, *Political Change in Thailand – Democracy and Participation*, Londres, Routledge, 1997, p. 104-106

L'aveuglement volontaire du gouvernement thaïlandais

La collusion des différentes cliques associées au pouvoir, des institutions financières et des entreprises de promotion a largement retardé la mise en œuvre des mesures indispensables à l'endiguement de la crise²¹. Au lieu de tenter d'éteindre l'incendie en déclarant en faillite les sociétés les plus touchées, le Parlement et le gouvernement s'engagèrent dans une fuite en avant, faisant tout ce qui était en leur pouvoir pour soutenir leurs alliés dans les milieux d'affaires. En témoigne la décision prise en mai 1996 par le gouvernement thaïlandais, de renflouer une banque moyenne, la Bangkok Bank of Commerce, qui croulait sous 5 milliards de dollars de créances douteuses. Celle-ci avait activement participé au financement de la campagne électorale qui avait mené le parti Chart Thai au pouvoir en 1995, après la démission de Chuan Leekpai.

D'une manière générale, les divers projets immobiliers étaient pour la plupart menés à bien en étroite association avec des hauts fonctionnaires et avec des hommes politiques. Les exemples abondent. L'attribution frauduleuse de permis de construire n'en est qu'un aspect relativement secondaire. Ainsi, au moment du lancement du projet et en tout cas bien après que les terrains eurent été acquis, une autoroute fut amenée au pied de Muang Thong Thani, la reliant directement au centre d'affaires de la capitale, une vingtaine de kilomètres au sud. D'autre part, lorsqu'il fut avéré que le projet était au bord du naufrage, croulant sous plus d'un milliard de dollars de dettes, le gouvernement et les députés fourmillèrent d'idées pour tenter de sauver ce qui pouvait l'être²². On décida ainsi de faire construire une partie des équipements sportifs destinés aux jeux asiatiques de 1998 sur le site de la ville nouvelle. Le ministère de la Défense acheta un des immeubles d'appartements de luxe pour un montant de 60 millions de dollars. Un projet, rapidement avorté, de déplacement du Parlement à Muang Thong Thani vit même le jour.

Dans le même registre, au début de l'année 1997, lorsque la crise immobilière menaçait de faire s'écrouler l'ensemble de l'économie thaïlandaise, le gouvernement vola au secours des promoteurs en annonçant la mise en place d'un fonds de soutien de près de 4 milliards de dollars²³. Il s'agissait d'éviter les mises en faillite en rachetant les créances douteuses des sociétés financières les plus menacées par la crise immobilière. Un cinquième de ce fonds devait en outre être utilisé pour financer des prêts à taux réduits afin de faciliter l'accession à la propriété des fonctionnaires. Ce type de mesures ne pouvait que maintenir les prix à un niveau artificiellement élevé et favoriser l'extension des difficultés de l'immobilier à l'ensemble de la finance. D'ailleurs, quelques mois plus tard, peu avant la dévaluation du baht, le gouvernement tenta d'engager 10 milliards de dollars supplémentaires, soit l'équivalent du tiers de son budget, pour soutenir des institutions financières au bord du gouffre. La crise de change et l'intervention du Fonds monétaire international qui suivit n'ont pas laissé le temps aux pouvoirs publics thaïlandais de mettre ces projets en application et la plupart des sociétés

²¹ *Far Eastern Economic Review*, « Surface Measures », 10 avril 1997

²² *Idem*, p. 54-55

²³ *Ibid.* et *Bangkok Post*, « BoT Lends Bt9.5 Bn for Property Bail-out », 10 janvier 1997, p. B1-2

financières furent finalement mises en faillite²⁴. On a alors découvert que leur endettement total s'élevait à environ 25 milliards de dollars, somme pour l'essentiel garantie par des biens fonciers d'une valeur très inférieure²⁵.



*Un des nombreux immeubles dont la construction a été abandonnée après la crise
(cliché pris en 2001)*

L'extension de la crise

A la décharge du gouvernement, il convient de rappeler qu'au début de la crise immobilière, les spécialistes estimaient en majorité peu probable une extension de celle-ci à l'ensemble de l'économie thaïlandaise. La recension des événements par l'une des plus sérieuses revues économiques asiatiques, la *Far Eastern Economic Review*, est assez significative de ce point de vue. Pourtant, certes avec l'aide du regard rétrospectif, il paraît assez évident que les difficultés rencontrées par la promotion immobilière ne pouvaient rester cantonnées dans ce secteur.

²⁴ Bangkok Post, *1998 Year-End Economic Review*, chapitre « Property », décembre 1998

²⁵ Bangkok Post, *op. cit.*, 1997

Le principal élément de l'engrenage fut la bourse. Les promoteurs ont en effet largement utilisé cette dernière pour lever les fonds nécessaires à la mise en œuvre de leurs projets. 36 sociétés de promotion ont ainsi été introduites en bourse au cours du boom économique. Dans l'effervescence du moment, des fortunes considérables se constituèrent en très peu de temps. Ainsi, à partir d'une modeste entreprise familiale de prêts sur gages, Anant Asvabhokin a pu mettre sur pied en quelques années une société de promotion immobilière (Land and House) qui disposait en 1995 d'une capitalisation de 2,5 milliards de dollars, l'une des dix plus importantes de la bourse de Bangkok. Les investissements immobiliers représentaient certes une part importante de l'économie, mais la cotation des sociétés de promotion atteignit un niveau sans rapport avec la réalité du terrain. En effet, au milieu des années quatre-vingt-dix, la promotion et la finance contribuaient, hors bâtiments et travaux publics, pour 8 % à la création de richesse nationale. Or, les titres vendus par les seules sociétés de promotion foncière et immobilière sur le marché boursier thaïlandais représentaient 10 % de la capitalisation de la bourse de Bangkok. Ce chiffre grimpa à 61 % si on incluait les institutions financières, elles-mêmes étroitement liées à la promotion.

Les sociétés financières avaient énormément investi dans ce secteur. Les banques étaient en apparence moins engagées : en 1996, 13 % des prêts bancaires étaient officiellement affectés à des projets de promotion²⁶. Ce pourcentage était cependant plus élevé dans la mesure où de nombreux prêts étaient affectés à de petits projets immobiliers sans être enregistrés en tant que tels.

Surtout, les banques thaïlandaises comme les sociétés financières n'acceptaient le plus souvent que des terrains en garantie d'un prêt. Cette pratique a fortement favorisé le gonflement de la bulle spéculative foncière (et par ricochet de la bulle immobilière). La valeur des terrains placés en garantie était en effet largement surestimée pour obtenir des financements plus importants. Par l'intermédiaire de sociétés écrans, des systèmes de pyramides ont même été créés. Avec le prêt obtenu en mettant en gage un terrain, on achetait un terrain plus cher et on réitérait l'opération à l'envi. De nombreux hommes politiques ou hommes d'affaires locaux, accompagnés de personnages interlopes de la finance internationale, ont eu recours à cet expédient. C'est pour avoir abusé de ces pratiques que la Bangkok Bank of Commerce s'est trouvée en situation de quasi faillite²⁷.

En outre, le recours systématique au foncier pour toute garantie d'un prêt rendait la colonne actif du bilan des banques et des sociétés financières fortement dépendante de l'état du marché foncier. Par conséquent, lorsque la crise immobilière a commencé à faire de sérieux ravages parmi les sociétés de promotion, en 1996, de larges failles furent ouvertes dans le système financier, d'autant que, comme cela a déjà été dit, la difficulté du parcours juridique imposé par une mise en liquidation ne laissait guère d'espoir de récupérer rapidement les terrains des débiteurs en cessation de paiement.

Vu la part de la finance et de la promotion dans la capitalisation boursière, les difficultés de ces deux secteurs ont rapidement fait chuter l'indice boursier thaïlandais ; celui-ci a ainsi perdu 35 % entre

²⁶ The Economist Intelligence Unit, *op. cit.*, 1997

²⁷ P. Handley, art. cit., 1997, p. 108-109 et *Far Eastern Economic Review*, « Facing New Realities », 15 août 1996, p. 40

décembre 1995 et décembre 1996. Or la bourse de Bangkok portait une grande part de l'image de la Thaïlande à l'extérieur. La baisse des cours a donc entraîné une perte de confiance importante de la part des investisseurs étrangers, dont la Thaïlande était devenue extrêmement dépendante. La spirale de la défiance se consolida un peu plus lorsque, à la fin de l'année 1996, une des plus grosses sociétés de promotion immobilière thaïlandaises, Somprasong Land, annonça son incapacité à verser les intérêts d'obligations convertibles qu'elle avait émises à l'étranger²⁸. Cette nouvelle attira l'attention sur les autres sociétés de promotion. Or les médias firent rapidement savoir que nombre d'entre elles se trouvaient dans une situation comparable.

Cette succession de mauvaises nouvelles eut un effet d'autant plus désastreux sur le crédit de la Thaïlande qu'au même moment, le vent avait tourné dans une direction peu favorable sur le marché des changes. Ainsi, le yen avait perdu plus de 30 % de sa valeur par rapport au dollar et donc par rapport au baht entre 1992 et 1995²⁹. Le Japon était de loin le premier partenaire commercial de la Thaïlande et cette chute du yen a largement contribué à aggraver son déficit commercial, multiplié par deux entre 1992 et 1996, pour atteindre 9 % de son produit intérieur brut. La hausse du dollar, sur lequel le baht était indexé, avait quant à elle amoindri la compétitivité des produits thaïlandais, alors que le pays était déjà aux prises avec d'importantes difficultés intérieures dans son passage d'une industrie à forte intensité de main d'œuvre, avec le textile comme principal fleuron, à une industrie plus capitalistique, correspondant mieux à son niveau de développement. La Thaïlande souffrait depuis longtemps d'une pénurie d'infrastructures (notamment dans sa capitale), d'un déficit important en matière d'éducation et les salaires ne reflétaient plus la productivité du travail. Cette combinaison de facteurs a abouti à la quasi stagnation des exportations thaïlandaises en 1996. Ce mauvais résultat, annoncé début 1997 alors que les autorités se débattaient avec une crise immobilière et financière qui apparaissait chaque jour plus insondable, a achevé de convaincre les prêteurs étrangers de la surévaluation du baht. Les dénégations du gouvernement ont fait long feu : après quelques mois de résistance aux mouvements spéculatifs des grands fonds d'investissement internationaux, le Premier Ministre a dû se résoudre au début de l'été 1997 à laisser flotter le baht. Le taux de change est alors passé de 25 à 40 bahts pour un dollar, niveau qu'il n'a pas quitté depuis. L'endettement en devises déjà massif des entreprises thaïlandaises et notamment des promoteurs est devenu beaucoup trop lourd. La crise immobilière avait achevé de s'étendre à l'ensemble de l'économie thaïlandaise.

Il ne restait plus au gouvernement qu'à faire appel, le rouge au front, aux mannes du Fonds monétaire international. Comble de malchance pour la Thaïlande, la gestion de la crise immédiatement imposée par ce dernier a, de l'avis de la plupart des spécialistes, été désastreuse. Beaucoup d'économistes, dont certains parmi les plus libéraux, estiment que l'action du Fonds monétaire international a amplifié l'impact de la crise de change³⁰. Cette institution a semble-t-il longtemps refusé de croire que l'élève

²⁸ *Far Eastern Economic Review*, « State of Denial », 6 mars 1997, p. 49

²⁹ Ces données proviennent de The Economist Intelligence Unit, *op. cit.*, 1997

³⁰ Voir notamment sur ce sujet : P. Phongpaichit & C. Baker, *Thailand's Crisis*, Chiang Mai, Silkworm Books, 2000

du libéralisme dont la Banque mondiale avait fait un modèle ait pu s'enfoncer dans un tel désastre financier. Preuve de cet optimisme forcé : alors que le Fonds avait annoncé, lors de la signature de la première lettre d'intention, en août 1997, que la mise en place des réformes qu'il proposait amènerait une croissance de 3,5 % pour l'année suivante, le produit intérieur brut a en réalité subi en 1998 une chute de près de 11 %.

CONCLUSION

On le voit, la crise a été précipitée par l'incapacité de l'économie thaïlandaise à absorber les flux financiers internationaux qui ont submergé son économie. Il ne s'agit bien évidemment pas d'un problème technique, contrairement à ce que laisse supposer le Fonds monétaire international, qui persiste à affirmer que c'est moins la libéralisation financière que sa gestion qui est en cause. L'argument doit bel et bien être renversé et s'il y a eu une erreur de gestion économique, c'est plutôt dans l'ouverture des frontières de la Thaïlande aux mouvements de capitaux à court terme. Ainsi, l'un des rares pays asiatiques relativement épargné par la crise, la Chine, est aussi l'un des rares à être resté imperméable aux placements à court terme. La Chine a en effet maintenu un strict contrôle des changes et sa croissance est demeurée principalement tirée par des investissements directs étrangers. De même, la Malaisie a beaucoup moins souffert de la crise que la Thaïlande. Or, au moment de la crise de change de 1997, ce pays, contrairement à la Thaïlande, a refusé de jouer avec les règles du jeu imposées par le Fonds monétaire international.

Le fait est que la libéralisation, loin de favoriser le développement économique de la Thaïlande, comme l'avait fait l'ouverture aux investissements directs étrangers, a surtout eu pour effet de créer un climat pour le moins délétère d'intense spéculation financière et immobilière. Il faut d'ailleurs souligner que la Thaïlande n'est ici pas seule responsable, loin de là. Les torts sont très largement partagés : les prêteurs étrangers, aveuglés par leur foi dans un libéralisme économique quasi-sauvage et emportés par un mouvement grégaire vers les pays émergents, ont souvent prêté des fonds sans aucune précaution. La plupart des experts de la haute finance s'ébahissaient devant la réussite économique de la Thaïlande et peu d'entre eux se préoccupaient de l'usage réel des fonds qui affluaient vers le royaume. Quand ils l'ont fait, alertés par le déficit croissant de la balance des paiements, il était trop tard.

Bien sûr, la crise immobilière et la crise boursière ne sont pas seules en cause. Ces dernières ne sont même que des déclencheurs de la crise. La Thaïlande souffrait aussi d'une pénurie d'infrastructures et d'un déficit important en matière d'éducation. La démocratisation du pays engagée à partir de la fin des années 1980 connaissait en outre de nombreuses dérives et avait notamment entraîné une perte de contrôle de l'économie par les élites bureaucratiques au profit de barons quasi mafieux. Il n'empêche, la croissance était là et, jusqu'à ce que la crise les fasse passer au premier plan, ces problèmes étaient considérés comme secondaires. La Banque mondiale estimait ainsi peu avant la crise que le produit

intérieur brut thaïlandais atteindrait rapidement le niveau français. Aujourd'hui, les carences du système éducatif, le sous-équipement en infrastructures et les dysfonctionnements de l'appareil bureaucratique sont présentés comme des obstacles insurmontables au développement de l'ex-royaume du Siam. Cette perte de confiance des investisseurs étrangers n'est pas faite pour aider l'économie thaïlandaise à redémarrer.

Quoiqu'il en soit, avec la mondialisation telle qu'elle se présente actuellement, le local n'est pas encore soumis à la dictature du global. Au contraire, le phénomène le plus caractéristique de l'évolution en cours est sans doute l'imbrication de mécanismes de toutes sortes qui fait qu'une crise du marché immobilier de Bangkok peut s'amplifier au point de figurer pendant plusieurs mois à la une de la presse française. Il reste qu'alors que, pour les Occidentaux, la crise du baht semble appartenir au passé, les plaies qu'elle a ouvertes au sein de l'économie thaïlandaise sont encore loin d'être refermées : les chantiers immobiliers qui avaient brutalement été arrêtés après la crise sont pour la plupart toujours abandonnés.