

” L'Asie dix ans après : sorties de crise et leçons de la crise ”

L'ÉDITO

En revenant dix ans après sur la crise asiatique de 1997, cette lettre illustre en filigrane l'une des constantes du capitalisme, à savoir la récurrence des crises financières. La crise apparaît en effet comme le principal mécanisme d'ajustement de comportements spontanément incompatibles avec des équilibres durables. Elle met aussi en perspective les efforts constants, entrepris après les crises majeures, pour éviter que les excès identifiés comme étant à l'origine de telle ou telle crise ne puissent se reproduire. Cependant, la vitalité financière est telle que, quelle que soit la réglementation mise en place, de nouveaux excès restent possibles et finissent tôt ou tard par se matérialiser. Tout se passe comme si les vulnérabilités financières se déplaçaient, dans l'espace comme dans le temps, mais ne se résorbaient un temps que pour renaître sous des formes différentes. La prévention des crises rappellerait ainsi le mythe de Sisyphe.

Dix ans après, les fondamentaux macroéconomiques et microéconomiques des pays asiatiques se sont améliorés, la croissance, sauf en Chine, au Vietnam ou au Cambodge, a ralenti. Pour le moment, l'Asie n'a pas été touchée par la toute dernière crise financière internationale, liée aux excès des crédits « *subprime* » aux Etats-Unis, et semble protégée par un coussin de réserves particulièrement abondant et probablement excessif au regard de toute notion d'optimum. Mais l'une des contreparties, ailleurs qu'en Chine, a souvent été le ralentissement de l'investissement, notamment dans les infrastructures, qui affaiblit d'autant le potentiel de croissance et d'attractivité à long terme de ces économies.

L'accumulation de réserves a aussi pour contrepartie une configuration particulièrement déséquilibrée des paiements courants dans le monde, caractérisée notamment par le déficit et l'excédent record des balances courantes américaine et chinoise. La croissance chinoise s'est pour partie nourrie de tels déséquilibres. Or, les modalités n'en sont pas durables, à la fois parce que la Banque centrale de Chine pourrait placer ses réserves de manière plus productive et plus rentable et parce que le coût d'opportunité de l'accumulation de réserves en termes d'importations non réalisées et donc de pouvoir d'achat externe devient de plus en plus patent. Les conditions de l'ajustement macroéconomique mondial passeront nécessairement par la poursuite de la baisse du dollar, l'appréciation du renminbi et le ralentissement de la croissance américaine, et appelleront la Chine à fonder sa dynamique de croissance bien davantage sur la demande interne. Il lui faudra pour cela veiller davantage à l'efficacité de l'allocation des ressources, dans un contexte de surliquidité et d'un taux d'investissement sans précédent. La Banque des règlements internationaux (BRI) a d'ailleurs tiré la sonnette d'alarme dans son rapport de 2007. La bonne régulation du capitalisme mondial, notamment dans sa dimension financière, est à juste titre redevenu un sujet majeur.

Pierre Jacquet
Chef économiste de l'AFD

Sommaire

2

L'Asie depuis la crise : un changement de régime de croissance

5

Dix ans après la crise asiatique : où sont passées les zones de vulnérabilités macrofinancières dans les pays émergents ?

AVERTISSEMENT

Les articles publiés dans la *Lettre des Économistes de l'AFD* le sont sous l'entière responsabilité des auteurs. Ils ne reflètent pas nécessairement le point de vue de l'Agence Française de Développement ou des autorités françaises et ne sauraient donc les engager.

“ L'Asie depuis la crise : un changement de régime de croissance ”

Jean-Raphaël Chaponnière
*Économiste au département
 Asie de l'AFD*

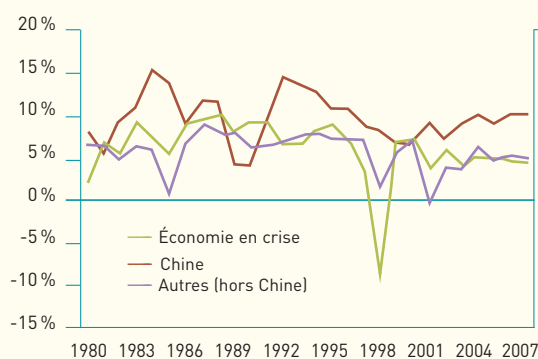
En 1997, la crise asiatique surprenait tous les observateurs jusqu'aux plus sceptiques. Deux ans auparavant, Paul Krugman avait choqué en comparant l'Asie à l'Union Soviétique pour conclure que la croissance asiatique relevait de la « transpiration plus que de l'inspiration », et était condamnée à s'es-souffler. Le ralentissement asiatique a commencé par celui des exportations qui ont été confrontées à la concurrence chinoise. La conséquence a été un creusement des déficits courants (Thaïlande, Indonésie, Malaisie) qui a justifié les premières attaques contre le baht thaïlandais fin 1996. Si une correction de change était anticipée, personne n'envisageait qu'elle dégénère en crise régionale. La contagion a été une des conséquences de la libéralisation du compte de capital. Lancée par le FMI au début de la décennie, cette réforme a accéléré les entrées de capitaux sans en améliorer l'allocation : les banques thaïlandaises ont spéculé dans l'immobilier, les groupes coréens et les banques indonésiennes ont financé des projets ambitieux mais parfois mal préparés. Entrés sans discriminer entre la Thaïlande et Taiwan, l'Indonésie et la Malaisie, les capitaux se sont rués vers la sortie dès que des difficultés sont apparues.

Au printemps 1997, la hausse des taux d'intérêt a crevé la bulle immobilière à Bangkok. Après avoir épuisé ses réserves à défendre le baht, la Banque de Thaïlande s'est résignée à le laisser flotter le 2 juillet. Sa décision a instillé le doute sur les autres monnaies peu ou prou ancrées au dollar. Des sorties de capitaux ont contraint plusieurs pays à laisser flotter leurs monnaies et la chute des parités a provoqué une crise bancaire et une récession. Pour de nombreux observateurs, cette crise sonnait la « fin des miracles asiatiques » et annonçait une décennie perdue.

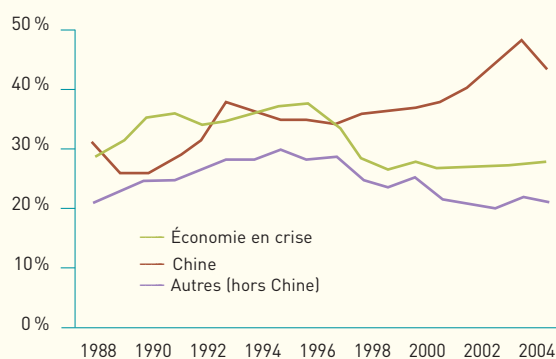
Dix ans plus tard, « l'Asie brille dans le paysage économique mondial » et on assiste à une « renaissance asiatique » ⁽¹⁾. Néanmoins, si la région, de Tokyo à Singapour, s'est enrichie, sa participation à l'économie mondiale (mesurée en dollars constants), est restée stable : la montée de la Chine ayant compensé l'érosion japonaise et la stagnation de l'Asie hors Chine.

La crise a marqué un changement du régime de croissance asiatique : la croissance a ralenti, elle est moins créatrice d'emplois et plus inégale. Elle a également transformé l'insertion de l'Asie dans l'économie mondiale, qui d'importatrice de capitaux est devenue exportatrice nette de capitaux.

Graphique 1 : Taux de croissance (moyenne pondérée par PIB)



Graphique 2 : Taux d'investissement (moyenne pondérée par PIB)



À partir de Chelem, Banque Asiatique de Développement et FMI.

(1) | Gill, H Kharas : *An East Asian Renaissance : ideas for economic growth*, Banque mondiale, 2006.

■ Croissance plus lente

Sortis en ordre dispersé de la crise, les pays asiatiques ont renoué avec une croissance à un rythme plus lent qui contraste avec l'accélération chinoise (Graphique 1). Ce ralentissement s'explique par la baisse de l'investissement (graphique 2). D'abord perçue comme une simple correction après l'emballement de 1990/96 – l'investissement atteignait 40 % du PIB en Corée et Thaïlande en 1996 – cette baisse⁽²⁾ apparaît comme structurelle. Les analyses économétriques démontrent qu'à l'exception de la Corée, les pays asiatiques investissent moins que des pays ayant le même niveau de revenu. Comment l'expliquer ? On ne peut pas évoquer l'insuffisance du crédit car la situation bancaire s'est améliorée et les taux d'intérêt sont bas. On peut en revanche l'attribuer à la prudence des entreprises qui ont été échaudées par la crise. On peut également l'expliquer par la dégradation des infrastructures. Contraints à des cures d'austérité, les États font des coupes sombres⁽³⁾ dans leurs dépenses d'équipement et les entreprises hésitent davantage à investir ou arbitrent au profit de la Chine qui a réalisé un effort colossal dans les infrastructures.

■ L'industrie crée moins d'emplois et les inégalités se creusent

L'industrie est au cœur de l'émergence asiatique. Du Japon à la Chine, les pays ont suivi la même trajectoire allant du textile à l'électronique et aux biens d'équipement en mettant en œuvre des stratégies associant le protectionnisme et la promotion des exportations. Grâce à l'effet de levier des bas salaires, ils ont percé sur les marchés des produits à haute intensité de main d'œuvre et ont ensuite réussi à remonter les filières. L'Asie est ainsi devenue l'un des centres de l'industrie manufacturière mondiale : la Chine est le 4^e producteur mondial derrière les États-Unis, le Japon et l'Allemagne, la Corée se situant au 10^e rang.

Depuis la crise, si le secteur manufacturier reste le plus dynamique, il crée partout moins d'emplois⁽⁴⁾. Les grandes entreprises coréennes et taiwanaises créent plus d'emplois en Chine qu'en Corée et à Taiwan. Si le chômage a été résorbé (à l'exception de l'Indonésie), le travail à temps partiel s'est généralisé. Cela concerne également la Chine où, en dépit des « délocalisations » en provenance

d'Asie, les créations d'emplois n'ont fait que compenser les licenciements jusqu'en 2003 : le chômage urbain reste élevé et la situation des jeunes diplômés inquiétante.

La situation de l'emploi a des conséquences sur les inégalités. Jusqu'au début de la décennie 1990, la croissance asiatique infirmait la théorie de Kuznets car elle ne s'était pas accompagnée d'un creusement des inégalités. Depuis, elle s'est en quelque sorte « normalisée » et les coefficients de Gini se sont partout détériorés à l'exception de la Thaïlande⁽⁵⁾. En Corée, cette détérioration s'est même accompagnée de la baisse des revenus réels des plus pauvres. En 1997, les pays asiatiques avaient découvert le chômage sans disposer de filet social. Dix ans plus tard, les dépenses sociales n'ont que très légèrement augmenté en Corée et en Thaïlande (de 1 % à 2 % du PIB).

■ L'Asie est plus ouverte

A l'occasion de la crise, la trop forte exposition des économies asiatiques à l'exportation avait été critiquée. Depuis, elles ne sont pas moins mais plus exportatrices et ont redéployé leurs échanges vers la Chine. Cette réorientation, expliquée par la place très importante des demi-produits dans les échanges asiatiques, n'a pas vraiment diminué l'importance relative des États-Unis comme débouché final des exportations asiatiques (voir à ce propos *la Lettre des Économistes de l'AFD sur « La Chine moteur du développement », n°15, janvier 2007*).

■ Un régime de change entre l'ancrage et le flottement

La crise a illustré l'impossible trilogie énoncée dans le modèle de Mundel-Fleming : une économie ouverte aux capitaux ne peut pas mener une politique monétaire indépendante tout en maintenant un taux de change fixe, sous la forme, dans le cas asiatique, d'un ancrage au dollar. À partir de juillet 1997, les pays asiatiques ont en général formellement abandonné l'ancrage, sans vraiment adopter le flottement. Hong Kong a maintenu le peg que la Chine a abandonné en élargissant modérément la marge de fluctuations du renminbi. La Thaïlande, Singapour, la Malaisie pratiquent un flottement « dirigé » et la Corée et les Philippines pratiquent le flottement. Alors que les excédents courants et

(2) À l'exception de la Malaisie, cette baisse concerne autant le secteur privé que le secteur public.

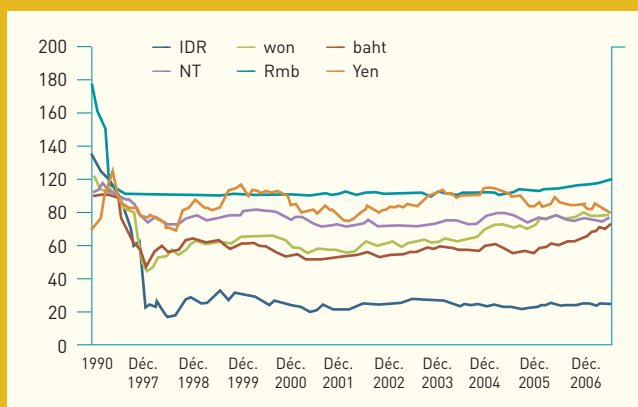
(3) Ces coupes sombres ont des conséquences parfois dramatiques pour la sécurité (Indonésie).

(4) L'emploi manufacturier s'est même contracté en Indonésie.

(5) Cette exception est à porter au crédit des mesures prises par le gouvernement Thaksin Shinawatra entre 2002 et 2005 pour le monde rural.

les entrées de capitaux poussent les monnaies à la hausse, les autorités monétaires freinent ce mouvement car elles redoutent leur appréciation vis-à-vis du renminbi ⁽⁶⁾. Cela a comme conséquence un gonflement des réserves qui se situent à des niveaux supérieurs à l'optimum de protection, estimé à une année de dette à court terme selon la règle dite de « Guidotti-Greenspan » (graphique 4).

Graphique 3 : Évolution des parités avec le dollar (1990- 2007) (taux 1995 = base 100)



Sources : Ecwin

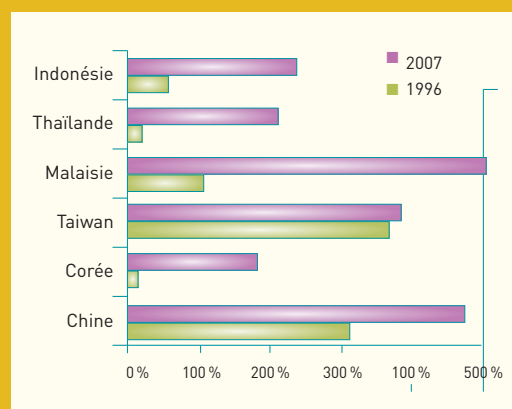
En accumulant ces réserves, les pays souscrivent *de facto* à une assurance contre les crises qui a un coût d'opportunité d'autant plus élevé qu'elles sont investies en Bons du Trésor américains. Les Banques centrales stérilisent une partie de la création monétaire ⁽⁷⁾ mais cela n'est pas suffisant et la création de liquidités contribue au gonflement de bulles spéculatives.

Des réserves surabondantes abritent l'Asie d'une répétition de la crise de 1997. La région n'a ainsi pas ressenti la crise du *subprime*, alors qu'auparavant il suffisait que l'Amérique éternue pour que l'Asie attrape la grippe. Pour autant, ces réserves ne la mettent pas à l'abri d'autres chocs. Parmi ces derniers il pourrait y avoir le retournement brutal de la conjoncture chinoise évoquée dans le rapport de la Banque des Règlements Internationaux de 2007. Après avoir rappelé que la crise de 1929 et la crise asiatique avaient été précédées d'une croissance exubérante et non inflationniste dans des conditions financières accommodantes, la BRI

craint que la Chine ne renouvelle l'erreur du Japon des années 1980. La sous-évaluation du yen avait conduit à une bulle spéculative qui, dans le cas chinois, prend la forme d'un taux d'investissement (50 % du PIB) sans précédent. Dans ces conditions, une crise de confiance pourrait amener les investisseurs à liquider leurs positions et transformer le boom en implosion dont les effets se feraient sentir dans toute la région ⁽⁸⁾ où ils mettraient à l'épreuve les systèmes bancaires.

Au-delà de ces incertitudes de court terme, la baisse de l'investissement est préoccupante pour l'avenir à moyen et long terme de l'Asie face à l'émergence de la Chine. Car si les exportations asiatiques sont tirées par la dynamique chinoise, la poursuite de la remontée des filières industrielles que l'on constate en Chine est susceptible d'éroder l'aspect gagnant-gagnant de l'émergence chinoise pour l'Asie. Alors que la Corée et Taiwan ont rejoint les rangs des économies industrialisées, les autres pays qui en sont loin courraient alors le risque de rejoindre les pays latino-américains dans la « trappe des pays à revenu intermédiaire ».

Graphique 4 : Réserves en % de la dette à court terme



⁽⁶⁾ Depuis l'abandon du peg (juillet 2005), le renminbi s'est apprécié de 8 % par rapport au dollar.

⁽⁷⁾ L'importance de cette pratique se mesure par l'écart entre l'accroissement des réserves et de la base monétaire : soit, entre 2000 et 2005, 4 points de PIB en Chine, 3,4 en Malaisie, 1,9 en Thaïlande et 1,4 en Corée. Source : Banque mondiale : *East Asian update* mars 2007.

⁽⁸⁾ B Eichengreen : « Asian crisis 10 years later » *Vox*, (18 juin 2007) et Telos, juillet 2007.

Dix ans après la crise asiatique : où sont passées les zones de vulnérabilités macrofinancières dans les pays émergents ? ⁽⁹⁾

François-Xavier Bellocq

*Économiste au département
de la recherche de l'AFD*

Dix ans après la crise asiatique, les crises financières qui frappèrent les économies émergentes à la fin des années 90 ne semblent être qu'un mauvais souvenir. De fait, la longue période de crise financière qui avait débuté en 1994 avec la crise mexicaine, puis trouvé son apogée avec les crises asiatiques et russe en 1997/98, s'est refermée avec les crises turque et argentine de 2001 et 2002⁽¹⁰⁾. Depuis cette date, certains pays ont pu connaître des tensions financières parfois très marquées⁽¹¹⁾ mais celles-ci n'ont jamais dégénéré en crise ouverte, notamment parce que la résilience de ces économies s'est accrue grâce à la résorption de certains de leurs déséquilibres et à la consolidation de leurs politiques économiques.

Aussi, hormis les quelques épisodes de tensions financières observés ces dernières années, la plupart des pays émergents semblent être sur des trajectoires de croissance beaucoup plus robustes que celles qui dominaient dans les années 90 : les soldes courants désormais en excédent se traduisent par une baisse rapide de leur endettement externe (au point que certains pays ont pu rembourser le Fonds monétaire par anticipation) ; la faiblesse des taux d'intérêt et la croissance forte facilitent la gestion des dettes publiques, ces dernières ayant largement diminué dans la plupart des cas (notamment dans les pays qui avaient accumulé de la dette souveraine suite à une crise financière). Dans ce contexte, le cœur du risque systémique mondial semble désormais se situer aux États-Unis comme en attestent depuis plusieurs années l'accroissement des déséquilibres extérieurs américains et, depuis l'été, la crise du *subprime* et le mouvement fortement baissier sur le dollar. D'ailleurs, si cette crise a développé des effets de contagion importants dans

certains pays développés (notamment en Europe), son impact sur les pays émergents a été très limité. Ceci tendrait à prouver une nouvelle fois la très forte résilience des pays émergents aux chocs extérieurs, voire le découplage de leur conjoncture par rapport à celle du monde développé.

Selon nous, la portée de cette hypothèse doit être nuancée : les risques économiques et financiers de ces pays ont certes diminué à l'aune des critères « anciens » mais ils sont également entrés dans une phase de mutations profondes que l'analyse ne peut ignorer.

■ 1. Le cycle du financement externe des pays émergents et le déplacement des bulles financières

1.1. Cycle de financement et valorisation des risques

Les flux de capitaux entrant dans le monde en développement ont une composante cyclique importante qui est liée à la situation économique et financière des pays développés.

Au début des années 90, l'afflux de capitaux privés vers les pays en développement, essentiellement vers l'Asie émergente, est amorcé suite aux récessions que traversent alors la plupart des économies développées (graphique 1).

Cette allocation du capital vers les pays asiatiques en croissance forte, notamment sous la forme d'IDE et de prêts bancaires, permet aux investisseurs américains et européens de maintenir des rendements élevés dans un contexte récessif. À l'inverse, après 1997, le « *flight to quality* » consécutif à la crise asiatique alimentait la bulle sur les valeurs technologiques qui se développait alors sur les places financières américaines et européennes.

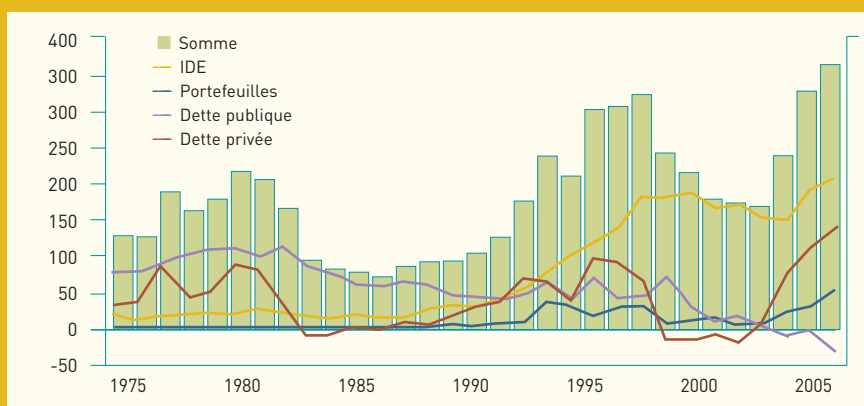
⁽⁹⁾ Cet article est l'extrait d'un document de travail de l'AFD à paraître prochainement : « Les équilibres financiers de l'économie mondiale et les nouvelles zones de vulnérabilités financières dans le monde en développement ».

⁽¹⁰⁾ Entre 1994 et 2002, les principales crises financières frappant le monde en développement sont les suivantes : Mexique (1994), Asie émergente (1997-98), Russie (1998), Brésil (1999), Turquie (1999 puis 2001), Argentine (2001-2002).

⁽¹¹⁾ Brésil durant l'été 2002, Turquie au printemps 2003, Turquie puis Afrique du Sud au printemps 2006.

Graphique 1 : Flux de capitaux vers le monde en développement (en Mds USD constants)

Source : FMI, WEO.



Une nouvelle phase de ce cycle débute à partir de 2001, lorsque l'éclatement de la bulle internet et les craintes d'une crise de liquidité consécutive aux attentats du 11 septembre conduisent la Fed à desserrer sa politique monétaire, celle-ci devenant très vite exceptionnellement accommodante. Il s'agit alors de lutter contre les tensions déflationnistes se développant au sein de l'économie américaine dans un contexte où la Réserve Fédérale craint la réplique du scénario en œuvre dans l'économie japonaise depuis le début des années 90 : une économie et un système financier totalement bloqués par une déflation provoquée par l'éclatement d'une bulle boursière aux conséquences mal régulées par la politique macro-économique. En 2001 et 2002, plusieurs conditions sont alors réunies dans les trois principaux pôles de l'économie mondiale (États-Unis, Europe, Japon) pour réamorcer des flux de capitaux massifs vers les pays émergents : faiblesse concomitante des taux d'intérêt et du rendement du capital dans les pays développés, aversion aux risques associés aux marchés actions des pays développés (éclatement de la bulle puis scandales financiers du type Enron), abondance de liquidité suite au relâchement des politiques monétaires. Ainsi, alors que les capitaux à destination du monde en développement étaient passés de 330 à 169 Mds USD entre 1997 et 2002, ceux-ci accélèrent à un rythme jamais atteint dans l'histoire des 30 dernières années pour atteindre 370 Mds USD en 2005 (graphique 1). Dans cette phase d'accélération, la nature de ces flux évolue très sensiblement : si les

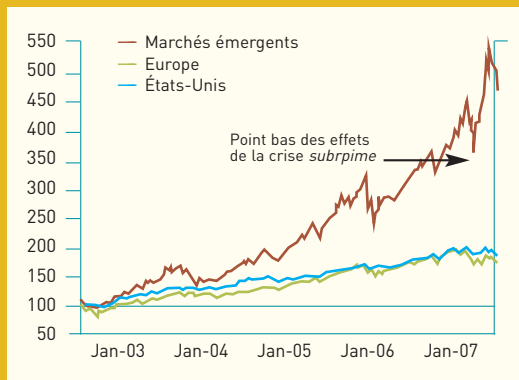
IDE en constituent toujours l'essentiel, on constate une croissance sans précédent des flux de portefeuille et des flux de dettes privées (essentiellement financés par les banques internationales). À l'inverse, les flux de capitaux publics (en provenance des bailleurs de fonds bilatéraux et multilatéraux) deviennent négatifs ce qui correspond à des remboursements nets des pays en développement (et le début d'interrogations existentielles pour le FMI).

Selon le modèle théorique élaboré dans les années 90, ces afflux de capitaux ont des conséquences uniquement positives pour les pays réceptacles : avec une intégration financière internationale plus forte, les entreprises de ces pays peuvent profiter de conditions de financement beaucoup plus accommodantes et accroître ainsi leurs volumes d'investissement (12). Empiriquement, on observe pourtant une réduction importante du taux d'investissement dans certains pays d'Asie émergente à la fin des années 90 ; réduction qui génère un excès d'épargne se soldant en excédent courant au niveau des comptes externes. On observe également une très forte croissance du prix des actifs largement alimentée par les entrées de capitaux étrangers dans la plupart des pays émergents (13). Résultat, les indices boursiers de ces pays explosent par rapport à ceux des pays développés et les *spreads* de leurs dettes souveraines se réduisent à des niveaux jamais atteints (graphiques 2 et 3).

[12] Voir par exemple : P. Henry (2000), « Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices », in *Journal of Economic Finance*, Vol. 55, avril ; R. Stulz (1999), « Globalization of Equity Market and the Cost of Capital », NBER Working Paper, 7021, mars. Plus généralement, Prasad, Rogoff et al. présentent l'ensemble des travaux constitutifs de ce modèle et en font une critique percutante à partir d'un important travail empirique. Voir : E. Prasad, K. Rogoff, S.-J. Wei et A. Kose (2003), *Effects of financial globalization on developing countries : some empirical evidence*, rapport du FMI.

[13] Et de plus en plus dans certains pays d'Afrique récemment identifiés comme les « newcomers » de la globalisation financière par la Banque Mondiale : Kenya, Nigeria, Zambie, Ghana.

Graphique 2 : Indices boursiers
(100 = janvier 2003)



Source : Ecwin

Graphique 3 :
Spreads sur les dettes souveraines
en devises des pays émergents



Source : JPMorgan à partir d'Ecwin.

La valorisation des risques dans un contexte de liquidité abondante est ainsi devenue une question centrale de la macroéconomie financière internationale. En particulier, la valorisation des risques souverains par les marchés financiers a donné lieu à d'importants travaux afin de déterminer les causes de la très forte diminution des *spreads* observée depuis 2002⁽¹⁴⁾. Il s'agit ici de déterminer à partir de modèles économétriques le poids respectif des deux catégories de facteurs explicatifs de cette diminution : les facteurs exogènes liés au caractère très favorable du cycle financier mondial et les facteurs endogènes aux économies émergentes découlant de l'amélioration de leurs situations économiques et financières. Or, la plupart de ces

travaux soulignent le poids déterminant des facteurs exogènes dans la baisse des *spreads*, notamment la faiblesse des taux d'intérêt internationaux et l'augmentation de la liquidité internationale⁽¹⁵⁾.

Parallèlement à leur diminution, la dispersion des *spreads* a également eu tendance à se réduire, marquant ainsi une moindre discrimination de la part des investisseurs au sein de cette classe d'actif⁽¹⁶⁾. En effet, la liquidité se dirigeant en priorité vers les titres des pays offrant les meilleurs rendements, les primes de risque ont mécaniquement tendance à converger. Ce mécanisme signifie cependant que les pays qui suscitent initialement une forte aversion des investisseurs bénéficient d'une réduction de leur *spread* qui peut être plus rapide que l'amélioration de leur situation macro-financière. Autrement dit, il est théoriquement possible que la réduction du *spread* ne soit pas corrélée à l'évolution des équilibres fondamentaux de tous les pays et qu'il existe un certain nombre de passagers clandestins bénéficiant d'une baisse de leur *spread* essentiellement générée par des facteurs exogènes tenant à la conjoncture financière mondiale. En 2005, l'agence *Fitch* s'était ainsi inquiétée du découplage entre les risques souverains évalués par ses économistes et les risques *pricés* par les marchés à partir des *spreads* de dettes souveraines.

La capacité des marchés financiers à discriminer les risques avec justesse dans un système marqué par une liquidité abondante fait également question au regard de la croissance sans précédent de la dette externe contractée dans le monde en développement auprès de créanciers privés (graphique 1). Globalement, l'augmentation de cette dette s'effectue dans un contexte où la croissance accélère et les soldes courants s'améliorent et ne représente donc pas nécessairement une recrudescence des vulnérabilités externes de ces pays. Dans certains cas, la forte croissance de l'endettement externe du secteur privé se réalise cependant alors que le déficit courant est en augmentation rapide.

À terme, le caractère soutenable de ce type de trajectoire est alors loin d'être acquis : l'ouverture du déficit courant signifie en effet que le système productif de ces économies ne génère pas d'entrées nettes de devises lors des échanges de biens et services avec le reste du monde alors même que

(14) Sur le marché secondaire, pour des maturités comparables, le *spread* synthétique EMBI Global de JPMorgan mesure l'écart entre le rendement des titres de dette publique émis en devises par les pays émergents et en développement et le rendement des titres de dette publique émis par le Trésor américain (ces derniers étant considérés comme portant un risque minimal). Le *spread* représente ainsi la prime de risque demandée par les investisseurs pour placer leurs fonds sur les marchés émergents. Ainsi, lorsque la demande en obligations émergentes augmente, le prix de ces titres augmente et leur rendement baisse. À rendement constant sur les titres américains, le *spread* émergent diminue en conséquence.

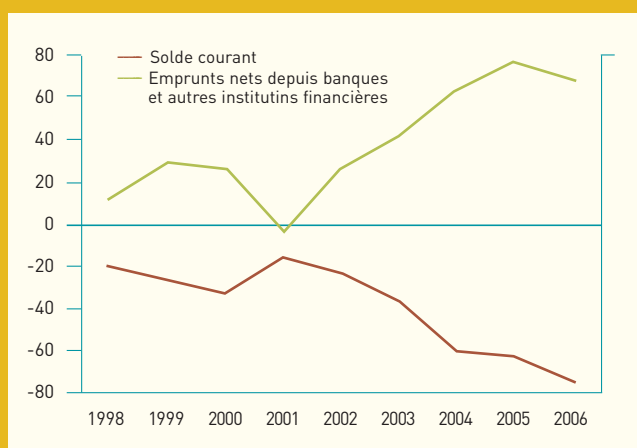
(15) Voir par exemple :

- V. Arora et M. Cerisola (2001), « How does US monetary policy influence sovereign spreads in emerging markets ? », IMF Staff Papers, Vol. 48, n°3 ;
- K. Kashiwase et L.E. Kodres (2005), « Emerging market spread compression : is it real or is it liquidity », IMF Working Paper, octobre.

(16) FX Bellocq (2003), « Vers une baisse durable des *spreads* et de leur dispersion », in *Revue Marchés Émergents*, MINEFI, février.

ses engagements à honorer des dettes en devises augmentent avec l'accroissement de la dette externe. Sur ce plan, les Pays d'Europe Centrale et Orientale (PECO) se trouvent actuellement sur une trajectoire dont la soutenabilité paraît fragile (graphique 4).

Graphique 4 : Soldes courants et dettes externes du secteur privé des PECO (en Mds USD)



Source : FMI, calculs de l'auteur.

PECO = Albanie, Bulgarie, Croatie, Rép. Tchèque, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Macédoine, Malte, Pologne, Roumanie, Slovaquie, Turquie.

1.2. La crise du *subprime* : rupture ou amplification du cycle de financement des émergents ?

Les tensions actuellement observées sur les marchés interbancaires américains et européens suite à la crise du *subprime*⁽¹⁷⁾ constituent-elles les prémices d'une rupture du cycle financier en place depuis 2001/2002 ? Certes, à ce stade, les marchés émergents ont bien résisté à cette crise : les *spreads* sur les dettes souveraines se sont tendus mais restent à des niveaux très modérés ; les corrections boursières ont été sévères, notamment en Asie, mais le rattrapage a été quasiment immédiat ; des devises a priori vulnérables (en raison de déficits courants importants) comme la Lire turque ou le Rand sud-africain n'ont pas été fondamentalement déstabilisées, contrairement à ce que l'on avait observé lors des tensions financières internationales du printemps 2006. Il est pourtant difficile d'imaginer que la crise qui se développe actuellement au cœur du système financier mondial

restera sans conséquence pour le monde en développement. Deux scénarios, associant des risques spécifiques, sont aujourd'hui envisageables :

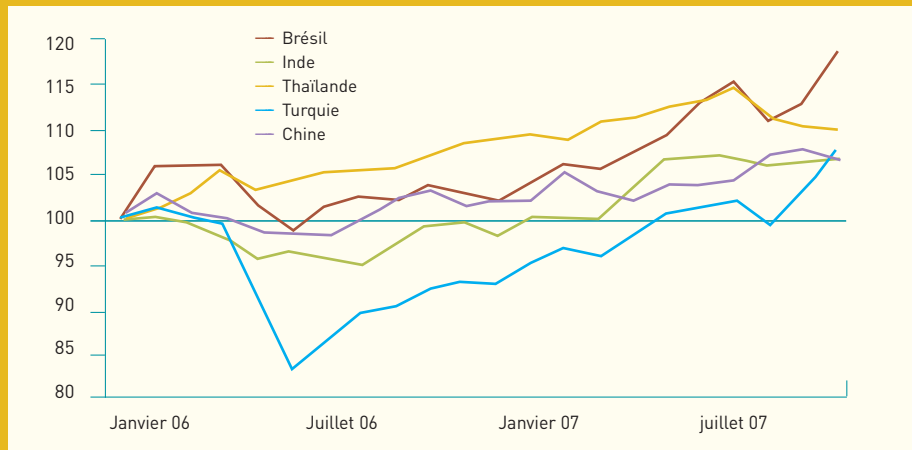
- dans un premier scénario, l'incertitude s'exacerbe sur les places financières des pays développés et conduit à un *repricing* général des risques qui finit par toucher les pays émergents, notamment ceux qui conservent un déficit courant important. Ce scénario correspond à la fin du cycle de financement ouvert à partir de 2001/2002 et constitue un risque réel pour les « passagers clandestins », c'est-à-dire les pays et les acteurs (entreprises, banques) qui ont profité d'un environnement marqué par l'abondance de la liquidité et la quête de rendement mais dont les fondamentaux où les bilans demeurent fragiles. Le risque est alors d'assister à de très fortes corrections sur le taux de change et sur les marchés d'actifs ;

- dans un second scénario, la croissance de la liquidité mondiale accélère en raison des interventions des banques centrales dans un contexte où certains compartiments des marchés financiers continuent à susciter la défiance (les produits titrisés et les valeurs financières par exemple) et où le modèle bancaire « origination-structuration-distribution » reste en crise. Les possibilités de valorisation d'une liquidité toujours plus abondante se réduisant, la liquidité se déplace vers les marchés jugés porteurs par les investisseurs (actions et obligations émergentes, matières premières) au risque de créer ou d'alimenter de nouvelles bulles. La forte croissance des prix d'actifs et l'appréciation des taux de change observés depuis la fin de l'été dans certains pays émergents semblent plutôt confirmer ce scénario.

L'incertitude sur le dénouement de la crise *subprime* et ses conséquences éventuelles pour les pays émergents reste élevée. Il faut donc se méfier de l'euphorie qui s'est emparée de certaines places financières émergentes depuis plusieurs années et plus encore depuis quelques semaines. Ce n'est d'ailleurs par un hasard si le FMI insiste désormais beaucoup plus nettement sur les déséquilibres associés aux phases haussières du cycle de financement des pays émergents : les trente dernières années ont en effet connu trois phases haussières très prononcées (de la fin des années 70 au début des années 80, du début des années 90 à 1997/98 et une troisième depuis 2003⁽¹⁸⁾) ; or, les deux premières de ces phases se sont soldées en crises financières majeures pour les pays émergents.

(17) La crise du *subprime* a produit une dégradation de la confiance systémique nécessaire au bon fonctionnement des marchés financiers. En conséquence, sur les marchés interbancaires américain et européen, les *spread* de taux par rapport au taux directeurs des Banques centrales se sont nettement durcis. Ils ont atteint 50 à 80 pdb en septembre avant de refluer ensuite tout en restant à un niveau toujours supérieur à la situation pré-crise.

Graphique 5 : Taux de Change Effectif Réel de certains pays émergents (100 = janvier 2006)



Source : BRI, calculs de l'auteur

■ 2. Afflux de capitaux et politique macroéconomique : une nouvelle zone de risque pour les pays émergents

2.1. Afflux de capitaux et appréciation monétaire

Lorsqu'elles sont très supérieures aux besoins de financement externe, les entrées de capitaux étrangers provoquent une forme de « sur-financement externe » de l'économie c'est-à-dire, sur le plan comptable, des excédents très importants de la balance globale⁽¹⁹⁾. Dans certains cas, de tels excédents peuvent être souhaitables dans la mesure où ils permettent d'accroître les réserves en devises et améliorent ainsi la résilience de l'économie en cas de choc externe. A terme, ils peuvent néanmoins enclencher une appréciation rapide du taux de change de la monnaie domestique comme celles que l'on peut actuellement observer dans certains pays (Brésil, Turquie, Inde – graphique 5).

Sur ce plan, c'est moins la tendance à l'appréciation monétaire - qui constitue une tendance normale pour une économie en rattrapage marquée par une montée en gamme de son appareil productif - que la vitesse de cette appréciation qui doit être perçue comme une source de risque potentiel. En effet, il n'y a aucune raison a priori pour que la vitesse de

l'appréciation du change soit conforme à la vitesse des évolutions structurelles de ces économies. Au niveau microéconomique, les investissements correspondant aux entrées de *hot money*, c'est-à-dire les stratégies des *hedge funds* ainsi que les opérations de *carry trade* qui représentent une composante parfois importante des entrées de capitaux, sont entreprises selon une logique qui ne repose pas uniquement sur une analyse de la dynamique structurelle de l'économie réceptacle mais plutôt sur un objectif de rentabilité à court terme des capitaux investis.

Le sur-financement externe peut alors poser des enjeux sérieux en matière de politique économique. Lorsqu'il se réalise dans un contexte de déficits courants élevés et en progression rapide, il entrave les forces de rappel théoriquement associées à l'ouverture d'un déficit courant, c'est-à-dire la dépréciation de la monnaie lorsque le régime de change est flexible. Par ailleurs, l'appréciation de la monnaie locale constitue une incitation forte à l'endettement en devises, notamment lorsque les taux d'intérêt domestiques sont beaucoup plus élevés que les taux d'intérêt internationaux. Dans certains pays, on observe ainsi une forte progression de l'endettement externe alors que la capacité du système productif à générer des devises lors de ses transactions en biens et services avec le reste

(18) Les deux premières phases haussières ont toutes deux résulté de dynamiques régionales (en Amérique latine puis en Asie émergente) et se sont toutes deux soldées par des crises financières (crise de la dette en Amérique Latine en 1982 et crise asiatique en 1997). La phase ouverte à partir de 2003 est également associée à des dynamiques régionales fortes qui concernent les Pays d'Europe Centrale et Orientale (PECO), l'Asie centrale ainsi que l'Asie de l'Est (dans les PECO, les flux de dette sont désormais plus élevés que les flux d'IDE alors même que les déficits courants sont élevés et les régimes de change souvent ancrés à l'Euro).

(19) Le solde de la balance globale est la somme des soldes du compte courant et du compte de capital.

Tableau 1 : Réserves de changes
(en Mds USD et contribution à la variation en %)

	1998	2006	Variation en Mds USD	Contribution à la variation totale (en%)
AFRIQUE	41,4	208,8	167,4	7,2
PECO	89,7	225,9	136,2	5,9
CEI	15,1	338,2	323,1	13,9
ASIE EN DÉVELOPPEMENT	15,1	338,2	323,1	13,9
CHINE	149,8	1 062,5	912,7	39,2
MOYEN ORIENT	116,8	477,4	360,6	15,5
AMÉRIQUE DU SUD	153,4	302,0	148,6	6,4
TOTAL	691,0	3 019,1	2 328,1	100,0

Source : FMI, WEO, calculs de l'auteur.

du monde se dégrade ou progresse lentement : en Turquie, la dette externe du secteur privée augmente alors que le déficit courant se creuse (sur le plan microéconomique, ceci se traduit par un *currency mismatch* au bilan du secteur privé qui progresse rapidement) ; en Inde, l'endettement en yens et le *currency mismatch* des entreprises sont également à surveiller.

Pour éviter la mise en œuvre de dynamique macro-financière de ce type, certains États cherchent aujourd'hui à contenir l'appréciation de leurs monnaies en modifiant le cadre réglementaire portant sur les entrées et les sorties de capitaux. Il existe ainsi une tendance à l'assouplissement du contrôle des sorties de capitaux afin d'inciter les entreprises locales à investir à l'étranger (Brésil, Afrique du Sud, Thaïlande).

Parallèlement, dans un revirement inconcevable il y a 10 ans, certains pays cherchent désormais à limiter de façon réglementaire les entrées de capitaux en ayant recours à une forme de taxation des flux entrants^[20] (Thaïlande et certains pays d'Amérique Latine).

2.2. Afflux de capitaux et gestion des réserves de changes

Les excédents de balance globale, générés par des soldes courants en surplus et des entrées massives de capitaux, ont également refondé les politiques macroéconomiques des pays d'Asie émergente

tout en faisant apparaître de nouvelles sources de tensions. Cherchant à maintenir l'extraversion de leur régime de croissance, les autorités monétaires de ces pays luttent contre les tendances à l'appréciation de leurs taux de change en accumulant des réserves de change. Dans la plupart de ces pays, particulièrement en Chine, ces réserves dépassent désormais très largement les niveaux généralement préconisés pour se prémunir de tensions sur la liquidité externe : le critère Guidotti-Greenspan fixant comme norme prudentielle des réserves couvrant au moins 100 % de la dette externe à court terme est par exemple très largement dépassé (de 4 à 5 fois selon les cas^[21]), comme le montrent les chiffres du graphique 4 dans l'article de Jean-Raphaël Chaponnière, en page 4 de cette même lettre.

Sur le plan des bilans des banques centrales asiatiques, cette politique a néanmoins des limites car elles contribuent à alimenter un risque de change qui devrait au contraire inciter à une diversification de la structure d'actifs^[22]. Dans certains cas, le niveau élevé des réserves détenues a par ailleurs un coût qui devient important car les intérêts perçus sur les actifs en dollar (les bons du Trésor américain par exemple) sont inférieurs aux intérêts payés sur les passifs contractés lors des opérations de stérilisation. Surtout, sur le plan de la prospective de ces régimes de croissance, cette politique de change a probablement des limites importantes car entraver l'appréciation des taux de change, malgré des excédents de la balance courante comme de la balance en capital, nuit à une bonne

[20] Obligation de geler une partie des entrées sur un compte non rémunérée.

[21] N. Roubini (2007), « Asia is learning the wrong lessons from its 1997-98 financial crisis : The rising risks of a new and different type of financial crisis », first draft.

[22] En moyenne, deux tiers de leurs réserves sont constitués d'actifs libellés en dollar et un quart d'actifs libellés en Euro.

allocation des facteurs entre le secteur des biens échangeables et celui des biens non échangeables. Le risque est alors de créer une sur-accumulation de facteurs et des problèmes latents de rentabilité dans le secteur des biens échangeables. Ce risque pourrait être particulièrement présent dans la dynamique de croissance chinoise.

2.3. Afflux de capitaux et dynamique du crédit bancaire

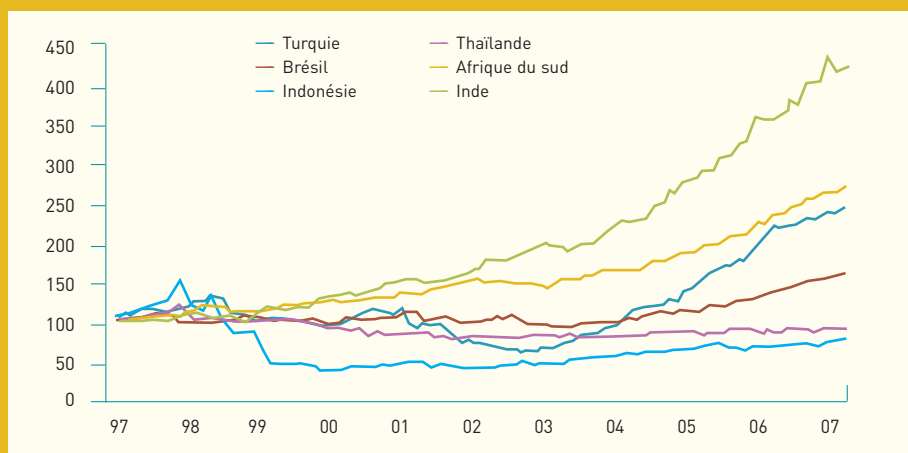
L'intégration financière internationale peut aussi poser des enjeux importants en matière de régulation des systèmes financiers locaux. Même si elles recourent parfois à des opérations de stérilisation, les banques centrales ont des difficultés à contrôler l'accroissement de la masse monétaire résultant des entrées de capitaux lorsque celles-ci sont massives (Chine, Vietnam, Thaïlande et Turquie par exemple). L'approfondissement du système financier (mesuré à partir de l'accroissement du ratio crédit/PIB) est une évolution positive dans la mesure où il correspond au développement de l'intermédiation bancaire et donc à l'accroissement de la capacité de financement de l'économie domestique. Il faut cependant tenir compte de la qualité institutionnelle, pourtant si difficile à mesurer, pour envisager le caractère soutenable de la forte croissance du crédit bancaire. Dans certains cas, on peut craindre en effet que les capitaux étrangers alimentent en liquidités des systèmes financiers encore fragiles en termes de supervision, de gestion des

risques et de transparence des débiteurs (Vietnam). Aussi, même si la croissance du crédit permet une accélération de la croissance économique et la dilution du taux de prêts non performants, l'allocation des ressources peut à terme se révéler défailante au point de faire croître les vulnérabilités financières dans les bilans des banques et des entreprises. Sur le plan macroéconomique, ces vulnérabilités – en particulier des leviers d'endettement trop élevés ou d'importants dés-adossements des bilans en devises – constituent une composante importante du risque systémique et peuvent amplifier les tensions financières en cas de chocs (chute du change et hausse des taux d'intérêt notamment).

Conclusion

Les sources des vulnérabilités financières des pays émergents ont fortement évolué depuis 10 ans sans pour autant disparaître complètement selon nous. Si les excédents du compte courant, la baisse de l'endettement externe et la progression des réserves de change ont considérablement réduit les risques de liquidité et de solvabilité externes dans la plupart de ces pays, d'autres risques sont apparus ou se sont renforcés. Désormais, l'abondance de liquidités, dans le système financier mondial comme dans les systèmes financiers locaux, peut conduire à des déséquilibres importants que les politiques macroéconomiques de ces pays se doivent de contrôler.

Graphique 6 :
Crédit bancaire en volume
(déflaté par les IPC, 100 = janv.97)



Source : EcoWin, calculs AFD

Note : Ces calculs ont été réalisés par Matteo Mogliani (stagiaire au Département de la recherche) dans le cadre d'une étude sur les cycles du crédit dans les pays émergents. Cette étude donnera lieu à un Document de Travail de l'AFD au premier trimestre 2008.



Dernières publications de l'AFD

Afrique contemporaine

N° 222, La gestion des ressources naturelles, dir. Christophe Ducastel.

Collection Notes et Documents

N°37 : Débats sur l'efficacité de l'aide : fondements et nouveaux enjeux.
Par Jacky Amprou, AFD, et Lisa Chauvet, IRD/DIAL

N°36 : Successful Companies in the Developing World.
Par Philippe d'Iribarne, avec Alain Henry, AFD.

N°35 : Migration and Development: Mutual Benefits?
Actes de la 4^e Conférence AFD-EUDN, 2006 (Version française disponible dans la Revue d'économie du développement).

N°34 : La reconnaissance officielle du droit à l'eau en France et à l'international.
Par Henri Smets, membre de l'Académie de l'Eau et du Conseil européen du droit de l'environnement.

N°33 : La formation professionnelle en secteur informel
Par Richard WALTHER, consultant ITG, avec le concours d'Ewa FILIPIAK.

Documents de travail

N°50 : Culture and development: a review of literature.
Hèla Yousfi, CNRS.

N°49 : Youth and Labour Markets in Africa : A critical review of literature.
Jean-Pierre Cling, Flore Gubert, Christophe J. Nordman, Anne-Sophie Robilliard (DIAL).

N°48 : La crise de la filière coton : conséquences économiques et financières au Burkina Faso.
François-Xavier Bellocq et Arthur Silve, AFD.

N°47 : Governance of Renewable Natural Resources - Concepts, Methods and Tools.
Sheila Wertz-Kanounnikoff, Iddri, et Dominique Rojat, AFD.

N°46 : Une nouvelle base de données institutionnelles : « Profils Institutionnels 2006 »
Nicolas Meisel, AFD, et Jacques Ould Aoudia, DGTPE.

Directeur de la publication : **Jean-Michel Severino** / Directeur de la rédaction : **Pierre Jacquet** /

Rédacteurs en chef : **Jean-Raphaël Chaponnière** et **Thomas Melonio**

Diffusion et Abonnements : lettrec@afd.fr

Une publication du Groupe Agence française de Développement : www.afd.fr

5, rue Roland Barthes - 75598 paris Cedex 12 / Tél. : 01 53 44 31 31 / Fax : 01 44 87 99 99

ISSN 1763-9123