



# La crise financière et ses retombées (1) : Les marchés émergents à l'épreuve

par Helmut Reisen

- ◆ La crise mondiale du crédit met à l'épreuve la capacité de résistance et la durabilité de la politique publique des pays émergents.
- ◆ Même les économies les plus solides ne sont pas à l'abri d'une « pure » contagion financière. Cependant, une fois la confiance restaurée, elles devraient récupérer plus rapidement.
- ◆ À l'avenir, le financement du développement reposera probablement moins sur la dette privée.

La crise mondiale du crédit qui a frappé les pays industrialisés n'a contaminé les marchés émergents que tardivement. Cependant, en octobre 2008, elle s'est rapidement étendue à tous ces pays, sans distinction ni considération pour ce qu'il est convenu d'appeler leurs « fondamentaux ». Les investisseurs adeptes du « découplage » ont d'abord été rassurés par les taux de croissance élevés, les réserves colossales de devises étrangères, l'équilibre des budgets et le consumérisme naissant. Mais il est désormais clair que l'évaluation de la performance des politiques publiques de ces États a péché par optimisme. En définitive, toutes les classes d'actifs ont été touchées : actions, obligations et monnaies.

La crise financière actuelle est riche d'enseignements pour :

- ◆ L'évaluation de la performance des politiques publiques des pays émergents,
- ◆ Les canaux de contagion de la crise,
- ◆ L'avenir du financement du développement privé et public.

Les optimistes du découplage ont sous-estimé le caractère cyclique et endogène d'importants indicateurs de la performance :

*Le taux de croissance des pays émergents* : la croissance récente a en grande partie été alimentée par une hausse extraordinaire des prix des matières premières et par des coûts de financement faibles. De nombreux analystes ont oublié le principe de base selon lequel les taux de croissance ne peuvent être soutenus sur le long terme que s'ils reposent sur

une augmentation de la productivité. Dans cette perspective, on peut avancer que de nombreux pays d'Asie affichent des taux de croissance beaucoup plus durables que certains marchés émergents d'autres régions du monde.

*Le niveau des réserves de change* : sa stabilité dépend beaucoup du régime de taux de change. Les autorités peuvent souhaiter éviter une chute de leur monnaie et être amenées à recapitaliser leur système bancaire. Mais si les investisseurs étrangers et nationaux perdent confiance, même des niveaux de réserves en devises très impressionnants peuvent fondre comme neige au soleil (comme on l'a vu récemment en Russie). Tant que les réserves sont inférieures aux dettes du système bancaire (M2), les particuliers peuvent se ruer pour convertir leurs dépôts en devises étrangères et exercer une pression sur la monnaie locale au fur et à mesure que les réserves diminuent.

*Les budgets publics* : les agences de notation<sup>1</sup> commettent souvent l'erreur de se concentrer excessivement sur le ratio dette-PIB et sur les déficits publics. Généralement, la dette et les déficits diminuent en période de croissance et peuvent augmenter très fortement en période de crise. Les rentrées fiscales augmentent en même temps que les exportations et les prix des matières premières, mais elles s'effondrent en même temps que l'économie. De manière similaire, l'appréciation de la monnaie durant les phases de croissance ouvre la voie à une augmentation automatique des ratios d'endettement au fur et à mesure que la monnaie et la croissance du PIB faiblissent.

1. Reisen, H. et J. von Maltzan Pacheco (1999), "Boom and Bust and Sovereign Ratings", *International Finance*, 2(2), 273-93.

Il ne faut cependant pas brosse un tableau trop sombre. Dans la mesure où les prix du carburant et des denrées alimentaires chutent, les budgets des pays à faible niveau de revenu qui subventionnent ces produits peuvent profiter de cette baisse à travers une réduction de ces subventions coûteuses (bien que cet effet positif puisse être atténué par une dépréciation de la monnaie). De plus, la gestion de la dette publique a progressé dans de nombreux pays. Le Brésil, par exemple, a désormais une position prêteuse en dollars, si bien qu'une dépréciation de sa monnaie accroît en fait sa valeur nette.

Qu'en est-il de l'avenir ? Les crises récentes qui ont frappé les pays émergents sont source d'enseignements précieux en matière de politique de prévention, de gestion et de résolution des crises financières. Ces différentes crises ont pour point commun d'avoir été causées davantage par une contagion que par des facteurs internes. Les leçons que l'on peut en tirer en matière de politique publique doivent venir alimenter le débat relatif à la construction d'une nouvelle architecture financière internationale (ou régionale)<sup>2</sup>. Il existe en principe trois voies de contamination par des crises extérieures :

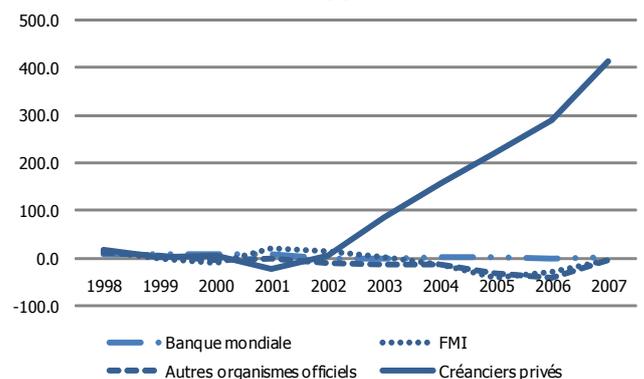
- ◆ Le commerce international (ce qu'on appelle parfois « l'effet mousson ») : l'effet mousson frappe facilement les petites économies à travers le commerce de marchandises, précisément parce qu'elles sont à la fois petites et ouvertes aux échanges. Au fur et à mesure que la récession s'aggrave dans les pays de l'OCDE, les pays à faible niveau de revenu seront essentiellement contaminés par cette voie.
- ◆ La contagion financière, lorsque l'argent investi est rapatrié. Les déséquilibres en devises dans le bilan des banques et des entreprises peuvent provoquer leur faillite généralisée.
- ◆ La contagion « pure », comme ce fut le cas en octobre 2008, quand un effondrement systémique et simultané des marchés monétaires et bancaires entraîne une aversion généralisée au risque qui pousse les investisseurs à se débarrasser de tous les actifs non garantis par la puissance publique.

Le suivi des variables macro-économiques permet en principe de prédire les crises financières causées par l'effet mousson ou par contagion financière. La contagion pure, en revanche,

frappe les pays sans considération de leur niveau d'intégration économique. Elle est difficile à prédire ou à quantifier. Il est cependant plus facile de stopper une vague de contagion pure en redonnant confiance aux acteurs économiques par des politiques de relance.

A moyen terme, les conséquences de la crise mondiale du crédit sont les suivantes : la dette privée est plus difficile à financer et les coûts du capital augmentent automatiquement face à l'élévation du risque. Les gouvernements et les institutions publiques solvables sont forcés de devenir prêteurs en dernier ressort. Les conséquences sont importantes pour le financement du développement et l'architecture financière mondiale. La Figure 1 montre clairement comment, durant la décennie de boum économique, les financements en provenance du secteur privé ont été préférés aux prêts au développement de la Banque mondiale, du Fonds monétaire international (FMI) et des banques de développement régionales. L'offre publique de financement du développement va augmenter et, aux yeux des pays pauvres, retrouver le caractère attractif qu'elle avait perdu durant les années de forte croissance.

Figure 1. Prêts nets en faveur des pays en développement



Source : Banque mondiale (2008), *Global Development Finance*.

On peut envisager de restaurer le financement du développement en utilisant une petite partie des importantes réserves en devises des pays émergents pour emprunter auprès des banques multilatérales de développement. De même, il conviendra d'accorder un rôle plus important aux garanties publiques, notamment de la part d'États notés AAA.

2. Reisen, H. (1999) « Au lendemain de la crise asiatique : comment gérer les flux de capitaux », *Cahier de politique économique* n° 16, Centre de développement de l'OCDE, Paris, janvier.