

AUCUN MARCHÉ ÉMERGENT NE SERA ÉPARGNÉ



THIERRY APOTEKER
Directeur
général
TAC



MATTHIEU PAUTONNIER
Économiste
quantitatif
TAC

Aucun pays n'échappera à l'influence de cette crise financière majeure, mais les capacités de résistance et d'adaptation sont très différentes. Des pays comme la Malaisie, la Chine, les Philippines, Taïwan ou l'Égypte apparaissent moins vulnérables par rapport à d'autres pays émergents.

Depuis le mois de septembre et la rupture majeure créée par la faillite de Lehman Brothers, la théorie du découplage a volé en éclat. L'idée relevait sans doute davantage d'un espoir que d'une analyse approfondie, mais elle insistait sur les dynamiques autonomes de demande des grands pays émergents, entraînant leurs "régions" avec elles et limitant ainsi l'impact d'un choc qui serait resté localisé dans les économies "développées" du monde.

Il semble désormais qu'aucun marché émergent ne puisse échapper à un impact majeur, que ce soit sur la croissance, l'investissement, les taux de change ou encore ses marchés financiers. D'une perception fondée sur le principe du "peu d'impact, peu de différence entre les pays", les acteurs ont basculé vers une position ancrée sur l'idée de "pas d'échappatoire, pas de différenciation".

Avant de se concentrer sur les enjeux de cette crise pour les pays émergents et les différentes courroies de transmission, quelques précautions sont nécessaires, sur le fond comme sur les méthodes : l'analyse repose encore sur l'hypothèse

centrale d'une récession concentrée – aux États-Unis comme dans la zone euro – sur le 4^e trimestre 2008 et le 1^{er} trimestre 2009, avec une sortie "molle" à partir du 2^e trimestre, permettant ainsi aux chiffres annuels moyens de progression du PIB de rester positifs en 2009, dans les deux grandes régions. Un scénario alternatif reste plausible aujourd'hui, décrivant une catastrophe économique de bien plus grande ampleur, avec des reculs forts et durables de l'activité dans les pays au cœur des problèmes bancaires et financiers actuels. Dans cette deuxième hypothèse, les effets de rupture, de déclenchement de mesures protectionnistes, de réactions généralisées de panique... sont à la fois plus probables et plus difficilement mesurables. De fait, les outils traditionnels d'analyse des enchaînements habituels entre variables deviennent inopérants et les méthodes dédiées aux événements rares doivent être utilisées.

Dans ce cadre, une analyse fine s'appuie d'une part sur un examen des principaux canaux de transmission du choc actuel vers les pays émergents et sur une mesure

de la situation de vulnérabilité *ex ante* de ces pays. Ceci permet d'identifier les pays les plus vulnérables, comme, symétriquement, ceux qui seront capables de s'ajuster : soyons clairs, aucun pays n'échappera à l'influence de cette crise financière majeure, mais les capacités de résistance et d'adaptation sans choc significatif sont très différentes.

Les canaux de transmission

Les zones au cœur de la crise (États-Unis et Union européenne) et ses caractéristiques conduisent à retenir trois canaux différents de transmission : un canal commercial ou d'économie "réelle", un canal de financement et un canal de marchés d'actifs.

■ **Le canal commercial**, à travers lequel une chute de la demande dans les pays développés exerce une force dépressive sur les exportations des pays émergents. Ce ralentissement de la croissance, voire une contraction des exportations, touche de façon directe la demande globale adressée aux entreprises du pays,

Thierry Apoteker
Consultant (TAC)
est un bureau
indépendant
de recherche
économique et
financière (www.tac-financial.com).

avec ses conséquences en termes d'emploi et d'investissement. Cet impact est d'autant plus fort que les États-Unis et l'Europe sont des débouchés importants pour les pays et que les exportations sont élevées par rapport au PIB. La baisse de la demande mondiale entraîne, par ailleurs, une baisse (souvent spectaculaire) des prix des matières premières, avec un effet immédiat sur les revenus en devises des principaux exportateurs.

■ **Le canal de financement ou de liquidité**, par lequel les difficultés du secteur bancaire et financier aux États-Unis et en Europe conduisent à un ajustement sévère des prêts internationaux aux marchés émergents, résultant à la fois du besoin de rétablir la situation interne de liquidité des institutions concernées et d'une aversion au risque accrue. Si les banques locales dépendent fortement du refinancement externe, ceci peut conduire à une restriction "indiscriminée" du crédit, une vague de faillites et une hausse brutale du chômage. Le développement du pays peut également être affecté via un assèchement brutal des lignes de financement nécessaires aux transactions internationales, au renou-

vellement de la dette à court terme ou au refinancement des amortissements de dette longue. Si aucune alternative de financement n'est possible (de type soutien du FMI ou des donateurs d'aide), le pays est contraint à une suspension des paiements en devises, qui s'accompagne inévitablement d'une contraction majeure de l'activité et d'une dévaluation. Ce canal de transmission sera fort pour la simple raison que les grandes banques internationales ont considérablement accru leur exposition sur les pays émergents au cours des dernières années (graphique 1).

■ **Le canal de marchés d'actifs**, par lequel la contagion se propage au travers des corrélations entre marchés d'actifs (principalement actions, mais aussi immobilier), ces corrélations retraçant en partie le degré d'intégration financière internationale et de globalisation des investisseurs institutionnels des pays développés. Les retournements des marchés locaux impliquent des effets de richesse négatifs, des tensions sur les équilibres financiers des grandes entreprises et des institutions financières et une baisse de confiance des consommateurs ainsi que des entreprises.

La vulnérabilité des marchés émergents

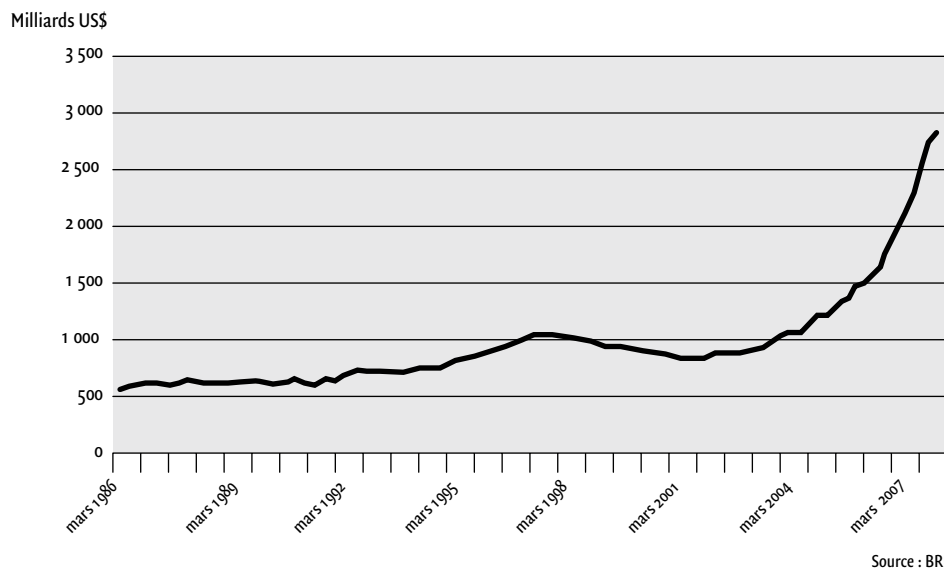
Face à une crise d'une ampleur inédite, la capacité des pays émergents à éviter un choc significatif dépend naturellement de leur exposition aux canaux de transmission que l'on vient de décrire, mais aussi de leur vulnérabilité économique, financière ou politique au moment où la crise éclate et se transmet au monde entier.

“ Si les banques locales dépendent fortement du refinancement externe, ceci peut conduire à une restriction « indiscriminée » du crédit. ”

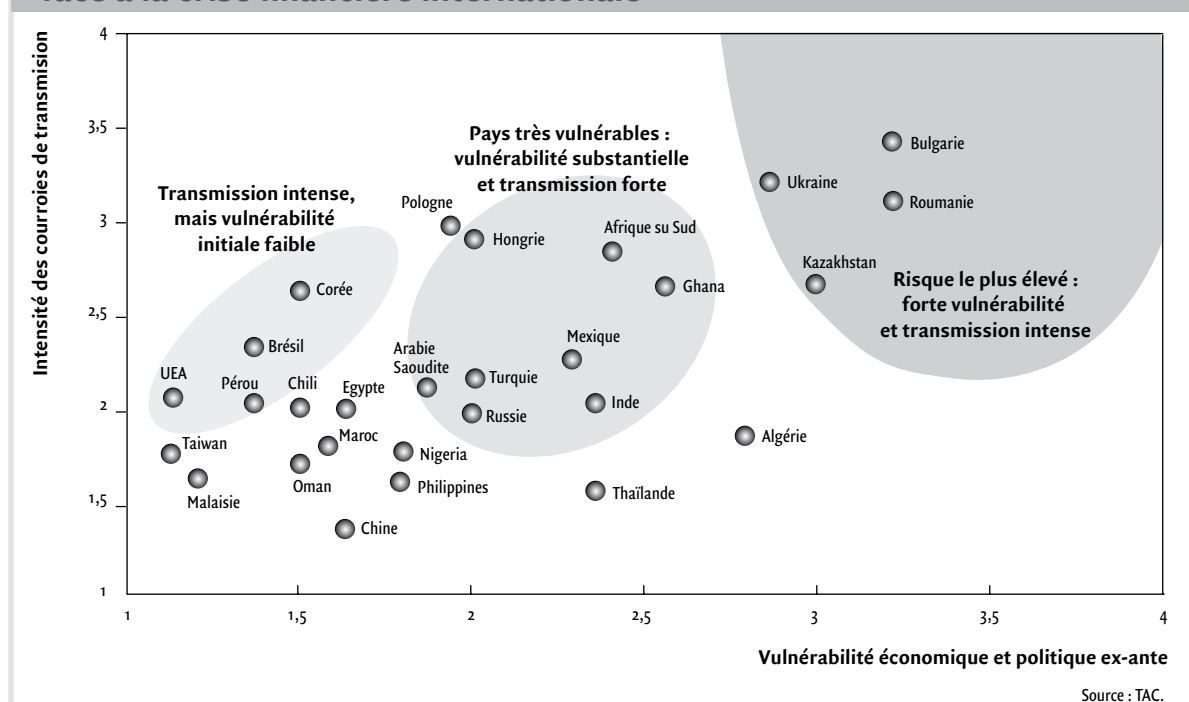
De ce point de vue, les mesures de risque pays utilisées dans les circonstances "normales" sont très utiles pour mesurer cet aspect de vulnérabilité *ex ante*. Pour mieux retracer les enjeux de la situation actuelle, il faut ajouter un indicateur spécifique sur l'occurrence ou non d'élections dans les pays considérés, tant il est vrai qu'en période d'aversion au risque, une consultation électorale est considérée comme renforçant l'incertitude. Enfin, l'analyse est complétée par une observation d'un indicateur "critique" du point de vue des opérateurs financiers, à savoir le montant brut des besoins de financement en devises du pays, rapporté au niveau de ses réserves officielles de change.

L'ensemble de ces étapes méthodologiques est appliqué à 70 pays en développement ou émergents, de l'Europe centrale et orientale à l'Asie ou l'Afrique subsaharienne. Ceci permet de calculer un "score global de transmission" fournissant une indication de l'intensité des difficultés auxquels on doit s'attendre sur tel ou tel pays. La méthodologie permet également de distinguer les composantes du score global (vulnérabilité *ex ante* versus courroies de transmission)

1. Créances bancaires en devises sur l'ensemble des pays en développement



2. Typologie des pays en développement face à la crise financière internationale



et de combiner les différents indicateurs pour déterminer des types de risques particuliers (paiements ou demande, par exemple).

Que conclure de ces mesures ?

Tout d'abord, il faut s'attendre à un impact majeur sur les pays d'Europe centrale et orientale (République tchèque, Hongrie, Pologne, Croatie, Lettonie, Lituanie, Roumanie, Bulgarie, Ukraine et Turquie), avec une attention spéciale sur l'Ukraine, la Roumanie et la Bulgarie. La première fait déjà l'objet d'un soutien du FMI, qui pourrait néanmoins se révéler insuffisant compte tenu de l'intensité des problèmes. Pour la Bulgarie, la question centrale des prochains trimestres sera celle du maintien de la parité entre devise bulgare et euro : le taux fixe appuyé sur un mécanisme de caisse d'émission à l'Argentine paraît menacé. Enfin, la Roumanie a, pour le moment, réussi à défier les lois de la gravité économique, mais la chute au lendemain des élections législatives de la fin de l'année pourrait être d'autant plus rude. Hors Europe, les pays les

plus sensibles à la crise financière internationale incluent l'Afrique du Sud et le Kazakhstan, mais aussi le Panama ou le Ghana.

À l'inverse, la Malaisie, la Chine, les Philippines, Taïwan ou l'Égypte et Oman apparaissent comme moins vulnérables relativement aux autres marchés émergents, malgré des

“ La crise et les inévitables effets négatifs sur ces pays vont faire apparaître des opportunités tout aussi rares que la crise elle-même. ”

courroies de transmission parfois fortes : courroie commerciale pour la Malaisie, Chine ou l'Égypte, courroie de marchés d'actifs pour les pays du Golfe. Ceci tient à la capacité de résistance considérable de la plupart de ces différents pays ou au fait que les autres courroies de transmission sont très distendues.

Le graphique 2 fournit une illustration de la typologie que l'on peut mettre en évidence sur un groupe d'une vingtaine de “grands émergents”, en croisant les mesures de vulnérabilité avec celle de l'intensité de la transmission (avec, pour chacun, une échelle allant de 1, le plus faible, à 4, le plus fort).

Ne pas céder à la panique

Pas de découplage, donc, mais incontestablement la nécessité de ne pas céder à la panique qui suit, comme à chaque événement de grande ampleur, l'euphorie précédente et la croyance naïve à une forte autonomisation des trajectoires financière et de croissance des pays émergents. Ces pays émergents ne disparaîtront pas de la carte stratégique des années à venir, et ils continueront d'enregistrer des performances de croissance plus attractives que celles des économies avancées. La crise et les inévitables effets négatifs sur ces pays vont donc également faire apparaître des opportunités tout aussi rares que la crise elle-même. ■

Achévé de rédiger le 1^{er} décembre 2008.