

Déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents : des risques modérés pour les économies avancées

Vincent Alhenc-Gelas

Département de la conjoncture

*D*ans les années 1990, de nombreux pays émergents ont construit leur modèle de croissance sur de forts déséquilibres extérieurs : larges déficits du compte courant, niveaux élevés d'endettement public et privé financés par des capitaux étrangers de court terme, mauvaise régulation du système bancaire. Ces déséquilibres, apparus dans des régimes de change fixe, ont mené à plusieurs reprises à des crises de la balance des paiements, telle la crise asiatique de 1997-1998.

Au cours des années 2000, au contraire, les pays émergents ont changé de modèle de financement de la croissance : les déficits courants ont été réduits, les régimes de change assouplis, les réserves de change augmentées, les systèmes bancaires assainis, la dépendance aux financements extérieurs amoindrie. Ils ont alors connu une période de forte croissance sans précédent dans leur histoire, de sorte qu'ils représentent aujourd'hui la moitié de la richesse mondiale produite.

Aujourd'hui, certains pays émergents présentent à nouveau de forts déséquilibres macroéconomiques externes : c'est le cas, par exemple, du Brésil, de l'Inde, de l'Indonésie, de la Turquie ou de l'Afrique du Sud. L'abondance de liquidité mondiale assurée par les politiques monétaires accommodantes des pays avancés, mises en place dans le sillage de la Grande Récession, ont en effet entraîné des entrées substantielles de capitaux dans les économies émergentes. Depuis 2013, cependant, le ralentissement de ces économies et les prémices de la normalisation de la politique monétaire américaine ont entraîné plusieurs épisodes de fortes tensions financières, faisant craindre un ralentissement marqué, voire une crise, dans les pays émergents. Les réformes accomplies durant les années 2000 rendent néanmoins un tel scénario moins probable que dans les années 1990.

Cependant, si un choc d'activité devait advenir dans un ou plusieurs pays émergents, les économies avancées en subiraient les conséquences. L'intégration accrue des relations commerciales au niveau mondial rendrait les effets commerciaux plus sensibles. La baisse des importations émergentes, qui représentent 35 % des exportations des pays avancés, entraînerait une baisse de la demande mondiale, qui pourrait être amplifiée par des effets d'entraînement entre partenaires commerciaux. Ces effets ont été estimés à l'aide d'une maquette des échanges mondiaux : à titre d'exemple, un choc de -10 % d'activité dans les pays d'Asie émergente coûterait à la France 0,4 point de croissance à court terme, et jusqu'à 1,5 point à moyen terme. Parmi les pays de la zone euro, l'Allemagne apparaît comme le pays le plus exposé à un choc défavorable dans les pays émergents. En pratique, le ralentissement à l'œuvre dans les pays émergents depuis fin 2013 aurait déjà pesé sur l'activité des pays avancés en 2014, coûtant entre 0,1 et 0,2 point de croissance à la France. En outre, les créanciers des pays avancés, et en particulier les banques européennes, détiennent une part substantielle de leurs actifs dans les pays émergents sous forme d'investissements de portefeuille, et sont donc exposés à des pertes élevées. ■

Déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents : des risques modérés pour les économies avancées

Plusieurs pays émergents présentent aujourd'hui d'importants déséquilibres macroéconomiques

Les années 2000 ont été une période faste pour les pays émergents

Durant les années 2000, les pays émergents ont connu une croissance robuste

Durant les années 2000, la croissance économique des pays émergents est restée soutenue (*graphique 1*). Ainsi, entre 2000 et 2007, la croissance moyenne dans ces pays a atteint +6,6 % par an, après +3,7 % entre 1990 et 1999, soit un rythme bien plus élevé que dans les pays avancés (+2,6 % en moyenne sur la période 2000-2007). Puis, même si la crise financière de 2008-2009 a conduit à un net ralentissement dans les pays émergents, le différentiel de croissance leur est resté nettement favorable (+5,4 % par an en moyenne entre 2008 et 2013, contre +0,7 % dans les économies développées). Le poids des pays émergents dans la production de richesse mondiale a donc considérablement augmenté notamment en raison du dynamisme de la Chine : en 2013, les pays émergents représentaient la moitié du PIB mondial en parité de pouvoir d'achat, alors qu'ils en pesaient seulement 37 % en 2000.

Les années 1990 avaient été marquées par plusieurs épisodes de crise financière

Ce mouvement de rattrapage trouve ses origines dans une modification du modèle de croissance des pays émergents au début des années 2000, sous l'effet d'une combinaison de facteurs externes et de l'amélioration des fondamentaux macroéconomiques internes de ces pays. Dans les années 1990, en effet, les pays émergents les plus dynamiques, notamment les tigres asiatiques (*encadré 1*), avaient fondé leur modèle de croissance sur de forts déséquilibres externes, en particulier de la balance des transactions courantes. La résorption brutale de ces déséquilibres avait entraîné plusieurs épisodes de crise, caractérisés par une forte dépréciation des monnaies et un rééquilibrage des comptes courants au prix d'une forte contraction de la demande intérieure (*encadré 2*).

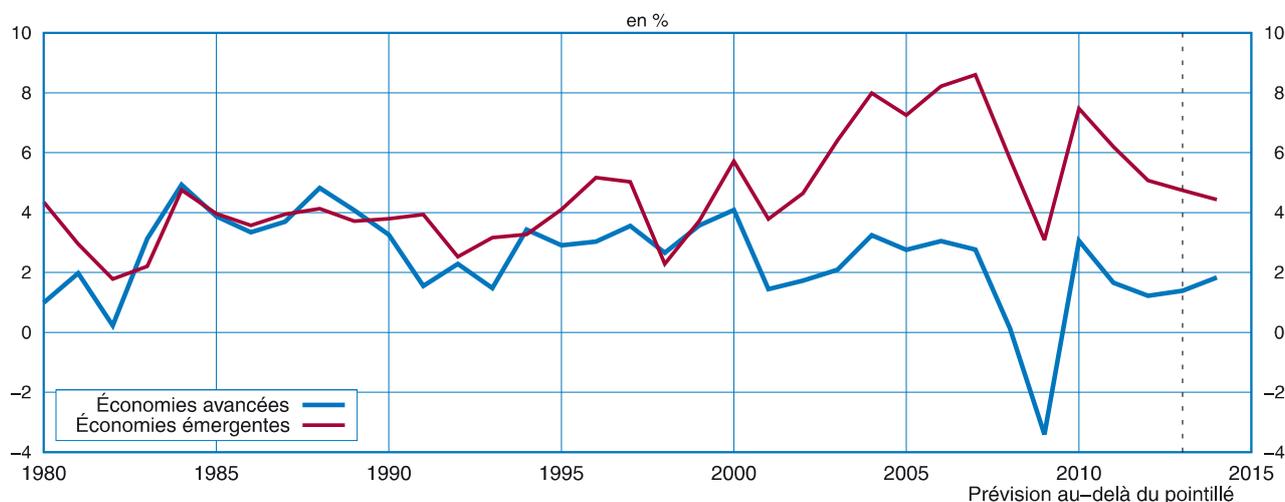
Ce dynamisme est notamment dû à un environnement international favorable

Les années 2000-2007 ont été une période de fort développement du commerce mondial. Portés par la croissance dans les économies avancées et la progressive libéralisation des échanges commerciaux, les échanges mondiaux se sont en effet accrus sur un rythme soutenu (+6,8 % par an en moyenne selon le CPB¹). La croissance de l'activité dans les pays avancés a soutenu la demande adressée aux pays émergents, alors même que l'internationalisation des chaînes de production leur était favorable. Cette configuration s'est traduite par un modèle de croissance fondé sur le dynamisme des exportations (*graphique 2*) et la faiblesse de la demande intérieure. En conséquence, le compte des transactions courantes des pays émergents est devenu nettement excédentaire dès le début des années 2000, alors qu'il était déficitaire dans les années 1990 (*graphique 3*). Enfin, de nombreux pays ont mené des réformes de structure (dérégulation partielle des marchés de capitaux, instauration de banques centrales indépendantes, etc.) qui ont, dans une certaine mesure, amélioré la rencontre entre épargne domestique et besoins de financement et restauré la confiance des investisseurs étrangers.

(1) Le CPB (en hollandais *Centraal Planbureau*) est une agence indépendante hollandaise dont les principales missions sont l'analyse des politiques économiques et les prévisions ; à ce titre, cet institut produit des statistiques sur les échanges internationaux qui font référence.

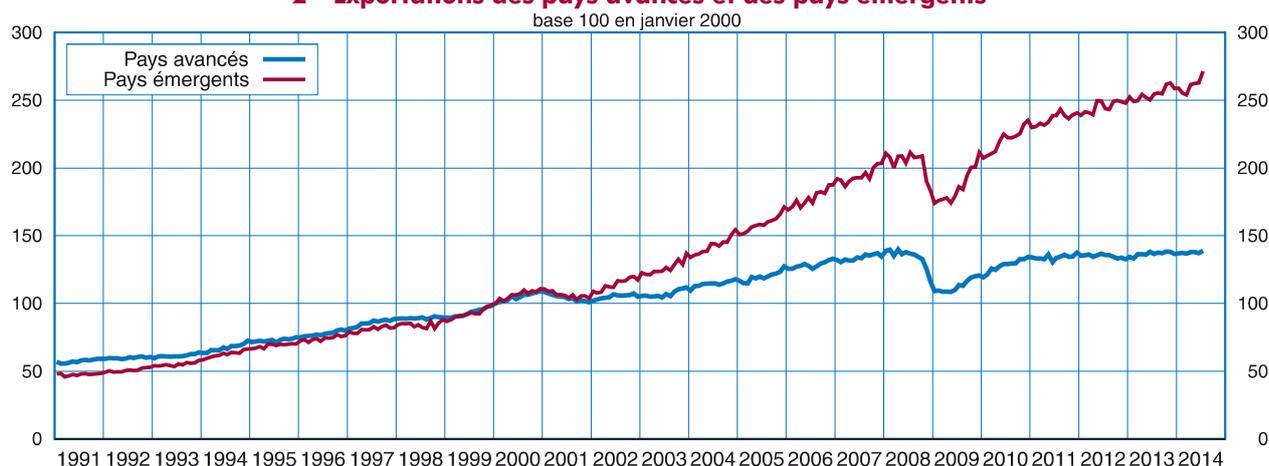
Déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents : des risques modérés pour les économies avancées

1 - Croissance du PIB réel dans les pays avancés et les pays émergents



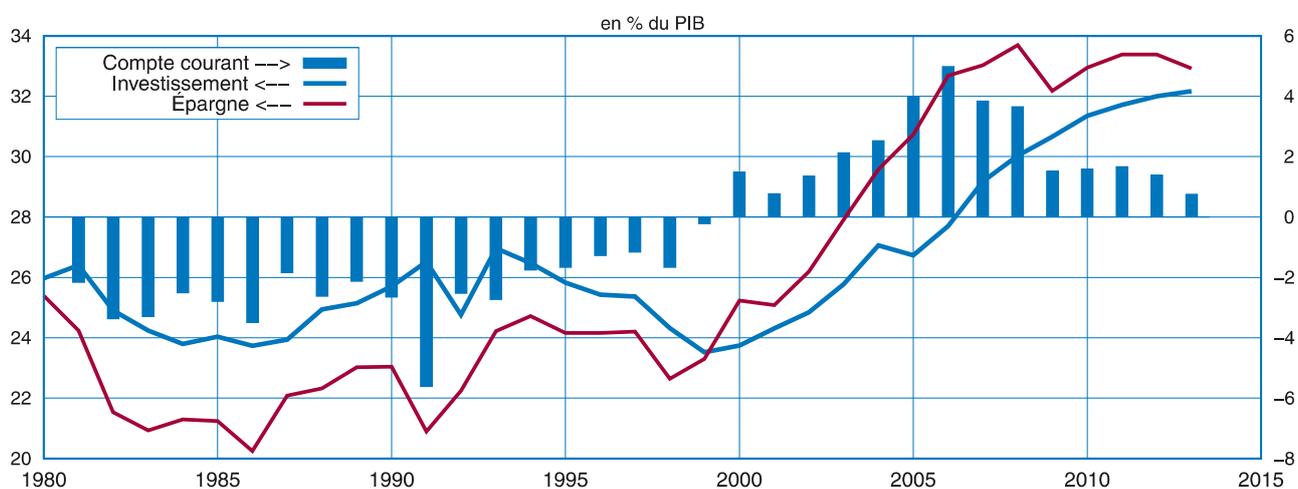
Source : FMI

2 - Exportations des pays avancés et des pays émergents



Source : FMI

3 - Déséquilibre épargne - investissement dans les pays émergents



Source : FMI

Déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents : des risques modérés pour les économies avancées

Encadré 1- Qui sont les pays émergents ?

On regroupe sous le terme de « pays émergents » un ensemble de pays dont le PIB par tête reste inférieur à celui des pays avancés, mais croît à un rythme tel qu'il permet une certaine convergence des niveaux de vie, à la fois en termes économique et social, et des structures de l'économie. En ce sens, les pays émergents sont les plus avancés des pays en développement. Il s'agit d'un concept initialement forgé dans les années 1980 pour désigner des marchés à fort potentiel de retour sur investissement, mais qui n'a jamais fait l'objet d'une définition précise.

Dans ce dossier, l'expression « pays émergents » est utilisée dans une acception très large, celle du FMI. Celle-ci se fonde sur deux critères principaux :

- le niveau de PIB par tête, substantiellement plus faible que celui des avancés ; néanmoins, la diversification des exportations est également un critère, de sorte que les pays exportateurs de pétrole, qui possèdent un niveau élevé de PIB par tête, sont inclus dans les pays émergents.
- un niveau d'intégration au système financier mondial relativement faible.

Cette définition recouvre 153 pays sur les 189 membres du Fonds monétaire international (FMI). Néanmoins, l'analyse proposée dans ce dossier porte essentiellement sur les plus importants d'entre eux en termes de PIB en parité de pouvoir d'achat. La plupart d'entre eux font l'objet d'un suivi particulier à l'Insee, à l'exclusion des pays exportateurs de pétrole dont les économies ont une dynamique propre liée à leurs ressources

naturelles. Il s'agit essentiellement de la Chine, l'Inde, la Russie, le Brésil, le Mexique, la Turquie, l'Indonésie, l'Afrique du Sud et la Pologne.

La situation des pays émergents est très diverse, mais certains d'entre eux ont, au cours de leur développement, présenté des caractéristiques communes en terme de dynamisme économique, et de modèle de croissance sous-jacent à ce dynamisme. En conséquence, les analystes ont proposé des regroupements qui permettent de clarifier les différentes vagues d'expansion des pays émergents, et les pays dans lesquelles elles ont eu lieu. Ainsi, dans les années 1980, les quatre « dragons asiatiques » (Hong Kong, la Corée du Sud, Singapour et Taiwan) ont désigné les premiers pays émergents. Puis, dans les années 1990, les « tigres asiatiques » (Thaïlande, Malaisie, Indonésie, Viet Nam, Philippines) ont à leur tour accédé au développement. Après la chute de l'URSS, on a regroupé les anciennes républiques soviétiques d'Europe émergente sous le terme de « PECO » (Pays d'Europe centrale et orientale). Lors de la troisième grande vague de développement des pays émergents, dans les années 2000, l'anagramme « BRICS » (Brésil, Russie, Inde, Chine, Afrique du Sud) a permis de regrouper les pays dont le dynamisme économique et démographique était moteur.

Depuis la grande récession, des concepts ont été introduits pour désigner des pays présentant des vulnérabilités économiques et financières. C'est le cas des « *Fragile Five* » (Inde, Russie, Brésil, Indonésie, Turquie), selon le terme forgé par un analyste de la banque *Morgan Stanley* en 2013. ■

Déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents : des risques modérés pour les économies avancées

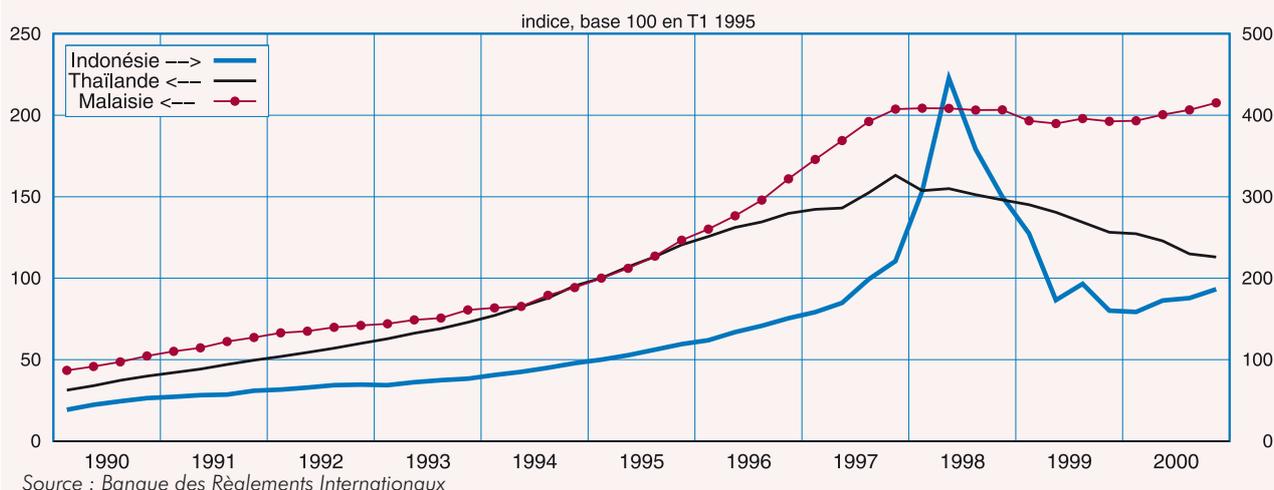
Encadré 2 - Les crises de balance des paiements des années 1990

Dans les années 1990, plusieurs pays émergents ont connu des épisodes de crise financière présentant des caractéristiques communes : forte et brutale dépréciation du taux de change, entraînant une chute marquée de la demande intérieure. Deux cas l'illustrent en particulier : la crise du peso mexicain de 1994-1995, et la crise asiatique de 1997-1998. Dans les deux cas, la crise intervient dans un contexte de net déséquilibre du compte courant, accompagné d'un régime de change fixe et d'un faible contrôle de la mobilité des capitaux. Une demande intérieure en forte croissance, alimentée par un développement non maîtrisé de l'endettement (public au Mexique, privé dans les dragons asiatiques), génère en effet un déficit d'épargne par rapport à l'investissement. Ce déficit est entretenu par des entrées de capitaux extérieurs, sous forme d'investissements de portefeuille plus que d'investissements directs. Cette situation de déséquilibre extérieur rend le pays dépendant des anticipations des prêteurs étrangers : le financement de la croissance par endettement extérieur fonctionne tant que ces créanciers jugent l'ancrage de la monnaie soutenable. En cas de retournement des anticipations (les raisons peuvent en être diverses, ce qui rend les crises de change difficiles à prévoir), les prêteurs retirent leurs capitaux, ce qui pèse à la baisse sur le cours de la monnaie. La banque centrale défend alors le régime de change en vendant ses réserves en devises, jusqu'à ce que leur faible niveau ne lui permette plus de le faire. La monnaie se déprécie alors brusquement, ce qui entraîne dans un premier temps une sévère contraction de la demande intérieure via l'envolée des prix, une montée du chômage, ainsi qu'une hausse de la dette extérieure. Par la suite, la dépréciation de la monnaie aide au redressement de la compétitivité-prix et donc à celui de la balance

commerciale, tandis que l'intervention de bailleurs de fonds internationaux, notamment le FMI, peut permettre la restructuration d'une partie du passif extérieur du pays pour en restaurer la soutenabilité.

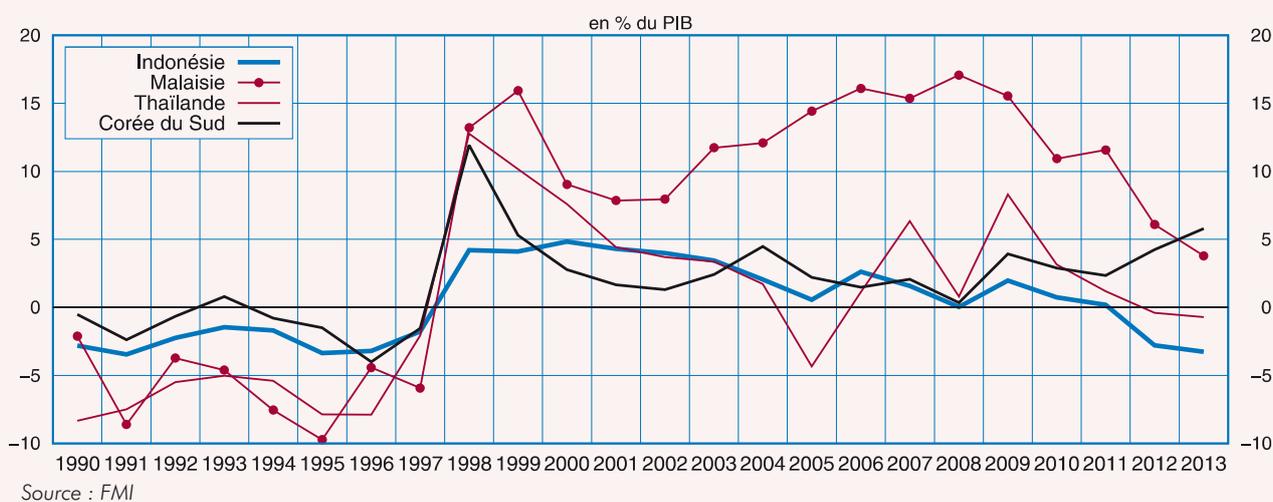
La crise asiatique de 1997-1998 présente une telle configuration. Cette crise, survenue en juillet 1997, a conduit la Thaïlande, puis plusieurs autres économies émergentes d'Asie du Sud-Est, à abandonner leur régime de change fixe vis-à-vis du dollar. Dans les années 1990, la croissance de la demande intérieure a été vive dans ces pays, nourrie par un développement très rapide du crédit au secteur privé (notamment pour financer le marché immobilier, alors en pleine expansion, cf. graphique 1). L'épargne privée n'étant pas suffisante pour couvrir cette demande intérieure, celle-ci a été en partie financée par d'importants déficits courants (graphique 2). Les banques, en effet, contractaient des emprunts à court terme en devises, qu'elles transformaient en prêts de long terme dans la monnaie nationale. Les prêteurs internationaux couraient donc un risque de perte en capital important en cas de dévaluation de la monnaie. À l'été 1997, les inquiétudes sur la solvabilité du système bancaire thaïlandais se sont concrétisées, enclenchant l'arrêt brutal du financement externe. Les réserves de change, très insuffisantes, n'ont pas permis d'éviter le désancrage de la monnaie. Le 2 juillet, la Thaïlande a laissé flotter le bath. L'inquiétude des prêteurs s'est alors reportée sur les pays voisins présentant des caractéristiques macroéconomiques similaires, dans un mouvement de « fuite vers la qualité » hors de la zone sud-asiatique, entraînant la chute des monnaies indonésienne, malaisienne et philippine (graphique 3). ■

1 - Encours de crédit aux agents privés non financiers

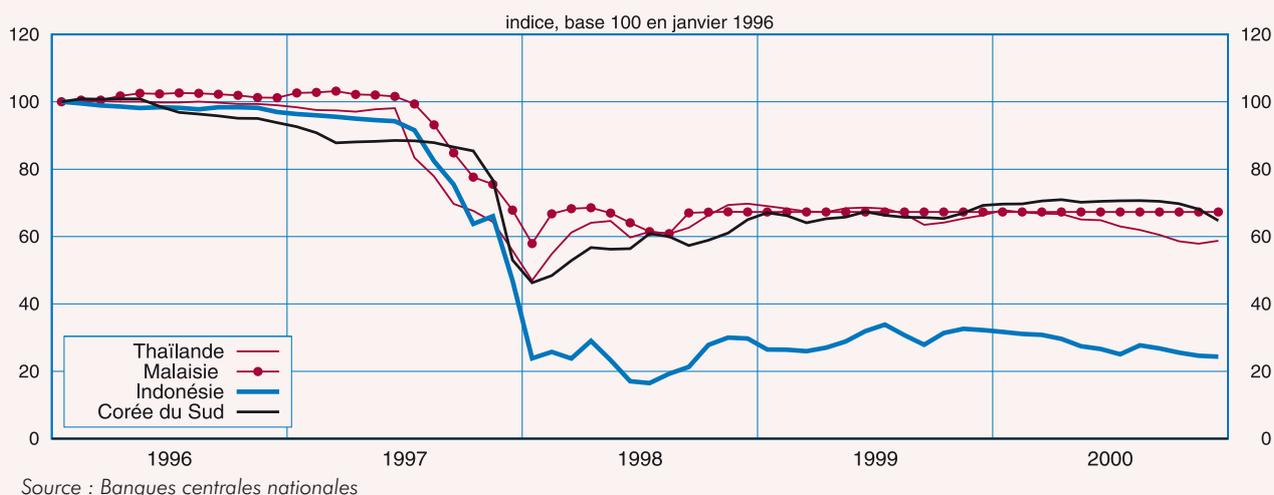


Déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents : des risques modérés pour les économies avancées

2 - Balances courantes des principaux pays touchés par la crise asiatique



3 - Les taux de change par rapport au dollar des principaux pays touchés par la crise asiatique



Déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents : des risques modérés pour les économies avancées

Le récent ralentissement des pays émergents a révélé d'importants déséquilibres chez certains d'entre eux

Les pays émergents ont tiré la reprise mondiale au sortir de la crise financière

Leurs bonnes performances ont attiré les capitaux des pays avancés

Les performances économiques des pays émergents sont aujourd'hui moins bonnes

Si dans un premier temps les pays émergents ont beaucoup mieux résisté à la crise financière, celle-ci a fait réapparaître des fragilités pour plusieurs d'entre eux, notamment le Brésil, l'Inde, l'Indonésie, la Turquie et l'Afrique du Sud.

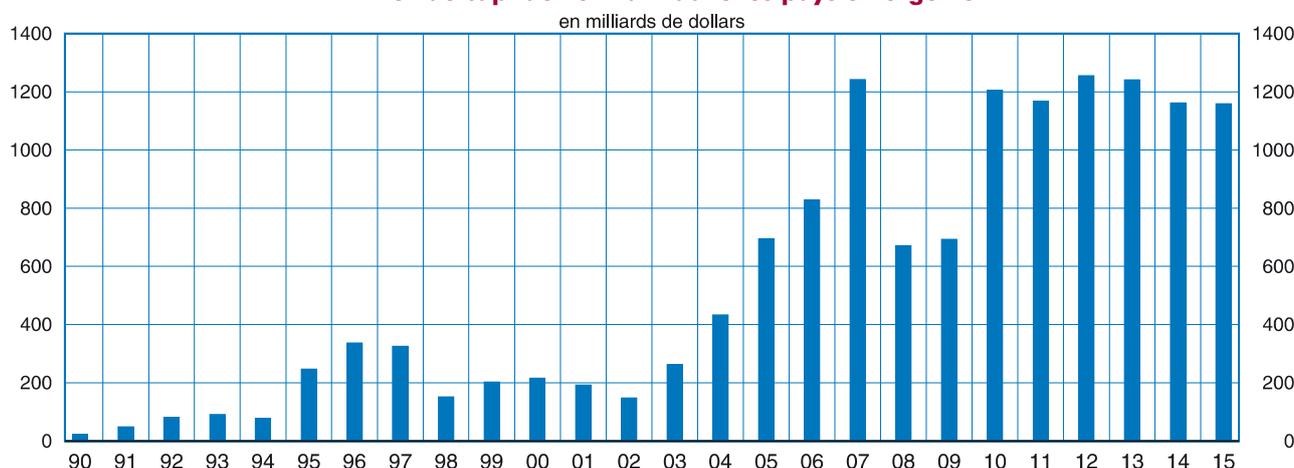
En 2008-2009, la crise financière n'a pas entraîné la majorité des pays émergents dans une profonde récession, au contraire des pays développés. Elle a cependant suscité un net ralentissement de ces économies. Toutefois, au sortir de la crise financière, la reprise y a été vigoureuse, notamment grâce à de vigoureux plans de relance mis en place rapidement, alors qu'elle restait anémiée dans les pays avancés. Les pays émergents ont ainsi donné une impulsion décisive à la reprise mondiale. En Chine, par exemple, un plan de relance de l'ordre de 12 % du PIB a été mis en place dès 2008. Il a soutenu la demande intérieure chinoise, mais également les économies voisines.

En outre, les grandes économies avancées ont mis en place, à partir de 2008, des politiques monétaires expansionnistes qui ont augmenté la liquidité mondiale. D'importants flux de capitaux ont irrigué les pays émergents, sous l'attrait de meilleures performances économiques et de taux d'intérêt durablement plus élevés, alors même que les perspectives de rendement s'assombrissaient dans les pays avancés (*graphique 4*).

Depuis mi-2013, la situation semble se retourner : alors que la reprise devient un peu plus vigoureuse dans les économies avancées, notamment dans les pays anglo-saxons, le climat conjoncturel dans les pays émergents se détériore, relativement à son dynamisme passé. Le faible élan de la reprise dans les pays développés entraîne en effet un déficit de demande extérieure préjudiciable aux pays émergents. Ainsi, sur la période 2008-2013, le commerce mondial n'a crû que de 2,5 % par an en moyenne, très en deçà du rythme de la période 2000-2007 (+6,8 %), selon les données du CPB ².

(2) Une partie du ralentissement comporte un caractère structurel, lié à la diminution progressive de l'activité d'assemblage "processing trade" de l'économie chinoise. La part du "processing trade" était de l'ordre de 50% des importations à la fin des années 2000 et n'est plus que de 25 % aujourd'hui (cf. dossier de D. Roucher, 2014).

4 - Flux de capitaux entrant dans les pays émergents



Source : Institute for International Finance

Déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents : des risques modérés pour les économies avancées

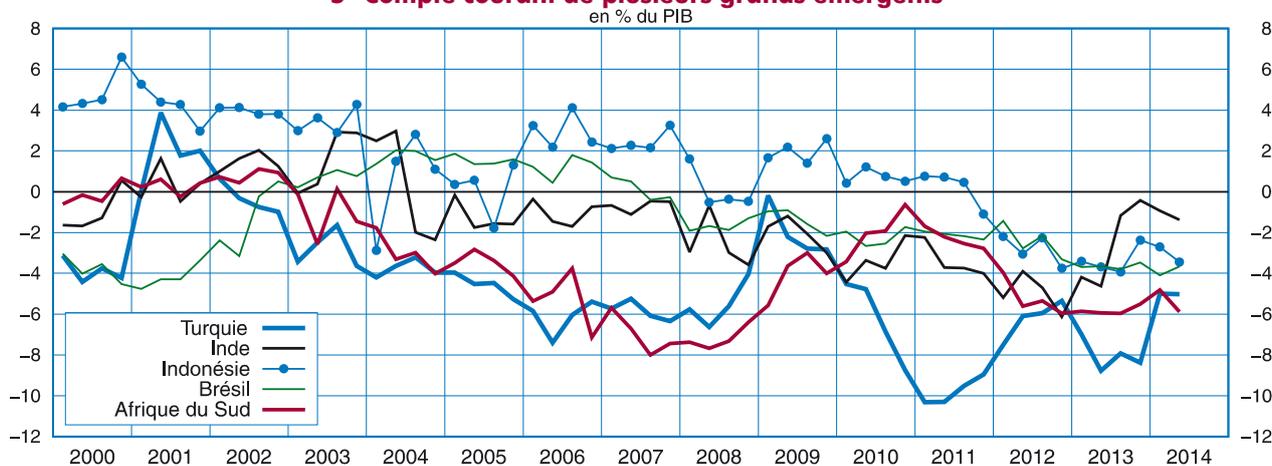
Plusieurs grands pays émergents présentent d'importants déséquilibres macroéconomiques

À ce ralentissement conjoncturel s'ajoutent un certain nombre de déséquilibres macroéconomiques externes qui se sont aggravés lors de la crise. Ainsi, certains pays émergents présentent aujourd'hui des fondamentaux économiques qui, dans une certaine mesure, rappellent le contexte des crises de balance des paiements des années 1990 : notamment d'importants déficits de leurs comptes courants, en partie nourris par le dynamisme des entrées de capitaux induites par les politiques monétaires expansionnistes des pays avancés. D'autres facteurs de risque de fuite des capitaux étrangers se cumulent : de larges déficits budgétaires, une faible croissance et une inflation élevée. Dans l'ensemble, les pays aujourd'hui concernés (notamment l'Inde, l'Indonésie, le Brésil, la Turquie et l'Afrique du Sud) diffèrent de ceux qui, dans les années 1990, ont connu des crises de la balance des paiements (graphique 5). En outre, les conditions de financement externe très favorables ont attisé une vive croissance du crédit au secteur privé dans plusieurs pays émergents, selon une dynamique rappelant celle à l'œuvre dans les pays asiatiques dans les années 1990. Ainsi, au Brésil, en Chine, en Pologne et en Turquie, le crédit au secteur privé a crû plus rapidement que le PIB nominal sur la période 2009-2012, ce qui expose fortement les secteurs bancaires de ces pays aux effets négatifs d'un éventuel choc macroéconomique défavorable sur la solvabilité des agents privés.

Des épisodes de tensions financières ont déjà eu lieu en 2013 et début 2014

L'exposition de plusieurs grands pays émergents aux risques extérieurs s'est matérialisée à partir du second semestre 2013, lorsque la Réserve fédérale américaine a amorcé un retour vers une politique monétaire moins expansionniste. La hausse des taux longs américains qui en a résulté a alors entraîné des vagues de sorties de capitaux de plusieurs pays émergents, provoquant des baisses boursières et des épisodes de dépréciation des monnaies (graphique 6). Les autorités monétaires de ces pays ont été contraintes de réagir. Plusieurs d'entre elles se sont alors trouvées devant un dilemme de politique monétaire encore d'actualité : soit la banque centrale défend la valeur de la monnaie en intervenant sur le marché des changes, ce qui fait baisser le niveau des réserves de change sans garantie de stabiliser durablement le taux de change ; soit elle défend sa monnaie par des hausses de taux directeur, ce qui risque de déprimer la demande intérieure. En 2013, la plupart des pays émergents ont choisi la seconde option : via le renchérissement du coût de l'emprunt qu'il a provoqué, ce choix a eu pour conséquence un ralentissement marqué des économies concernées, notamment le Brésil, la Turquie et l'Inde.

5- Compte courant de plusieurs grands émergents



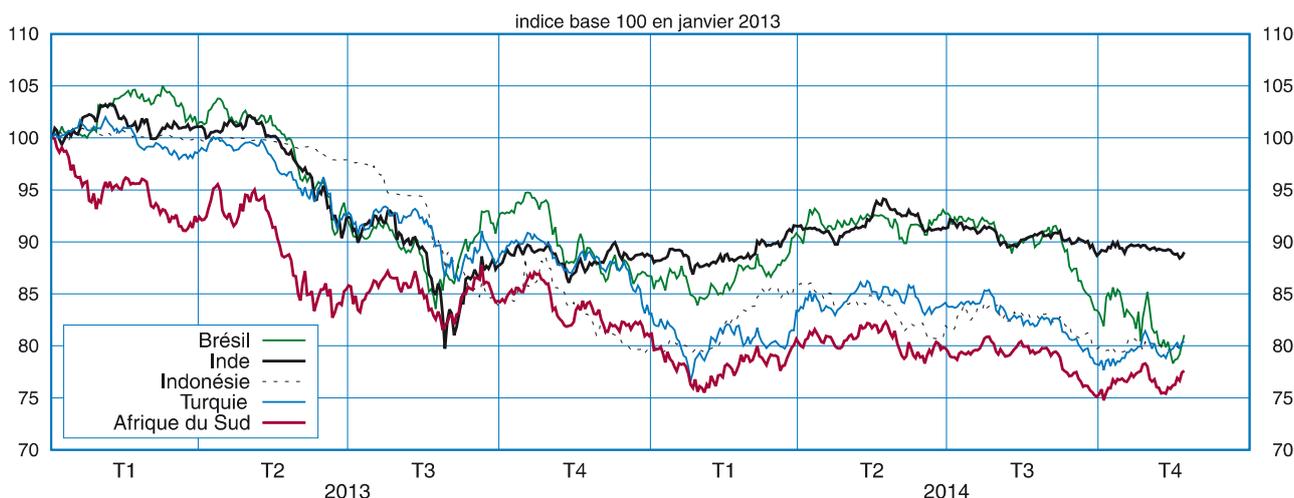
Sources : instituts statistiques nationaux, banques centrales nationales

Déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents : des risques modérés pour les économies avancées

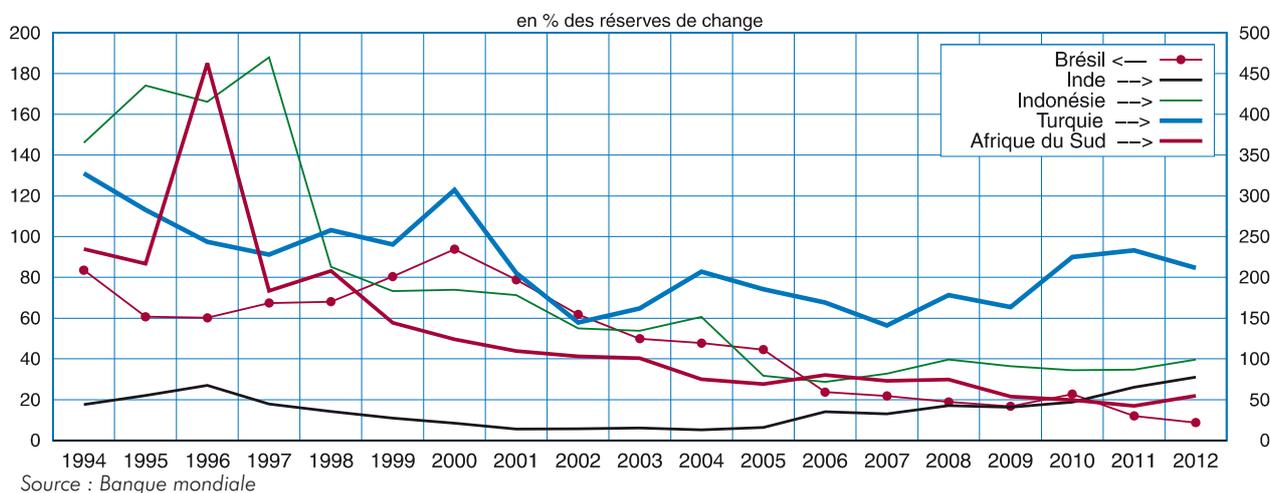
Le risque de crise dans les pays concernés a cependant été amoindri par les réformes et les pratiques des années 2000

En dépit de ces facteurs de risque, la plupart des pays concernés sont aujourd'hui mieux armés contre une éventuelle crise de la balance des paiements que ne l'étaient les pays émergents à la veille des crises de 1997-1998. Tout d'abord, ces pays ont abandonné l'ancrage dur de leur devise sur le dollar, en la laissant flotter avec un peu plus de souplesse (« flottement administré »). Le risque d'attaque spéculative sur le marché des changes en est amoindri. En outre, les réserves de change accumulées par les pays émergents sont aujourd'hui bien plus substantielles que celles dont ils disposaient dans les années 1990, ce qui permettrait aux autorités monétaires de faire face, si nécessaire, à un tarissement du financement extérieur. Enfin, la dette extérieure de la plupart de ces pays a nettement décliné depuis les années 1990, et sa structure actuelle est plus solide, en termes de composition comme de maturité. Ainsi, le passif financier des pays émergents est aujourd'hui constitué de plus d'investissements directs étrangers et de moins d'investissements de portefeuille, de sorte que le risque de retrait de capitaux apparaît plus faible. De même, la maturité de la dette externe des pays émergents s'est allongée, ce qui réduit l'asymétrie entre les échéances des passifs et des actifs. La combinaison de ces facteurs a ainsi, dans la plupart des pays, fait décroître la part de la dette externe de court terme non couverte par les réserves de change (graphique 7).

6 - Taux de change de plusieurs grands pays émergents par rapport au dollar



7 - Dette de court terme de plusieurs grands pays émergents



Déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents : des risques modérés pour les économies avancées

Des risques modérés mais bien réels pour les pays avancés

Un coup d'arrêt dans certains grands pays émergents est moins probable que dans les années 1990. Mais s'il se produisait, il aurait des effets plus défavorables sur l'activité dans les pays avancés. La densification des échanges commerciaux et des liens financiers entre pays du Nord et pays du Sud au cours des années 2000 a en effet renforcé l'interdépendance de ces deux groupes de pays.

Un choc d'activité dans les pays émergents aurait un impact substantiel sur les pays avancés

Les liens commerciaux entre pays avancés et pays émergents se sont accrues

La forte croissance du commerce mondial depuis le début des années 2000 reflète en partie la densification des échanges de biens entre les pays avancés et les pays émergents. En 2013, ces derniers représentent 35 % des exportations des pays avancés, contre moins de 20 % en 1990. Cependant, tous les pays avancés ne sont pas exposés de la même manière au risque émergent, car la structure géographique des échanges commerciaux varie considérablement selon les pays (*tableau 1*). Certaines zones émergentes ont pris une place considérable dans le commerce de leurs partenaires plus avancés. L'Asie émergente représente ainsi, en 2013, 20 % des exportations de la zone euro, 25 % des exportations de l'Amérique du Nord et 51 % des exportations japonaises. Les pays d'Europe centrale et orientale représentent pour leur part 17 % des exportations de la zone euro, tandis que plus de 30 % des exportations nord-américaines sont destinées à l'Amérique latine.

Et les liens commerciaux entre pays avancés restent forts

En outre, un choc dans les pays émergents peut générer des effets amplifiés par l'interdépendance des pays avancés. Par exemple, un choc adverse en Amérique latine est susceptible d'entraîner une baisse de la demande adressée aux États-Unis. L'activité y sera donc affectée, ce qui génèrera une baisse de la demande d'exportations adressée par les États-Unis au reste du monde. En conséquence, la zone euro, qui destine 15 % de ses exportations aux États-Unis, sera touchée à son tour, plus fortement que par le simple effet direct (l'Amérique latine ne représente en effet que 6 % de ses exportations).

Une maquette du commerce mondial permet de quantifier l'importance de ces liens

Pour quantifier l'importance de ces liens commerciaux, et donc le coût qu'auraient à supporter les pays avancés en cas de choc adverse dans les pays émergents, une maquette des échanges mondiaux permet de prendre en compte, pour la plupart des pays du monde, l'essentiel de leurs échanges commerciaux avec leurs partenaires, de sorte qu'une contraction de l'activité se propage aux différents partenaires par le canal commercial (*annexe*).

Tableau 1

Structure des échanges mondiaux

Pourcentage des exportations des différentes zones en ligne à destination des zones en colonne

	Afrique	Amérique latine	Asie (hors Japon)	Zone euro	PECO	Europe (hors PECO et ZE)	Moyen-Orient	Océanie	USA et Canada	Japon	Total
Afrique		2,7	21,6	40,3	0,8	13,4	5,6	1	10,6	4	100
Amérique latine	1,7		19,7	13,3	0,9	3,1	1,7	0,5	56	3,2	100
Asie (hors Japon)	4	8,5		26,3	5,8	6,2	5,9	4,3	25,8	13,2	100
Zone euro	4,5	5,5	20,3		16,9	27,2	6,7	1,7	14,7	2,6	100
PECO	1,8	1,2	16,5	61,3		10,9	4,4	0,3	3	0,5	100
Europe (hors PECO et ZE)	1,7	2,8	13,6	55,5	4,7		3,7	1,5	14,3	2,1	100
Moyen-Orient	6,8	2,9	28,4	29,8	7	9,2		0,8	13,2	2	100
Océanie	1,2	1,1	67,6	4,2	0,2	2,8	1,9		5,7	15,2	100
US et Canada	1,8	31,9	25,5	18	1,1	8,6	4,3	2,6		6,3	100
Japon	1,1	5,5	51,2	9	0,9	2,9	2,4	3,2	23,8		100

Sources : UN Comtrade & UN Service Trade

Note de lecture : les échanges intra-zones ont été neutralisés ; PECO désigne les pays d'Europe centrale et orientale (Russie incluse), ZE la zone euro, USA les États-Unis.

Déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents : des risques modérés pour les économies avancées

La zone euro plus exposée à un choc commercial en Asie et en Europe centrale et orientale, les États-Unis à un choc en Amérique latine

Lorsqu'on tient compte du bouclage entre toutes les économies, la zone euro apparaît comme relativement exposée à un choc en Asie émergente. L'Allemagne et la France seraient, à court terme, les plus exposées, avec des baisses respectives de 0,7 % et 0,4 % du PIB en cas de choc défavorable de 10 % de l'activité de cette zone (tableau 2). À moyen terme, en tenant compte des effets indirects transitant par les autres pays (effets « d'écho »), cette baisse pourrait atteindre jusqu'à 2,3 % du PIB et 1,5 % respectivement. De par sa situation géographique, c'est au Japon que la baisse de l'activité serait la plus marquée (-3,4 %). Un choc dans les pays d'Europe centrale et orientale aurait également un effet substantiel sur certaines économies avancées. L'Allemagne serait la plus exposée (-1,0 % à court terme ; -2,1 % à moyen terme) : une part importante de ses exportations est en effet destinée aux pays de l'Europe de l'Est, avec lesquels elle entretient des liens commerciaux historiques forts. Pour tous les autres pays européens, l'effet serait nettement plus modéré. Un choc en Amérique latine aurait en revanche un effet assez modeste en Europe, mais serait ressenti plus fortement aux États-Unis : le choc subi par ce pays pourrait être de l'ordre de -0,7 % à court terme, et de -1,0 % à moyen terme. La faiblesse relative de l'effet d'un choc en Amérique latine par rapport à un choc dans les deux autres zones émergentes étudiées illustre la moindre intégration de cette zone dans le commerce mondial.

Le ralentissement dans les pays émergents depuis fin 2013 aurait légèrement pesé sur la croissance des pays avancés en 2014

La maquette permet également de quantifier les effets du ralentissement à l'œuvre dans les pays émergents depuis fin 2013 sur les autres économies en 2014. Pour cela, il est nécessaire de déterminer l'ampleur du choc exogène propre aux pays émergents, ce qui reste un exercice conventionnel par nature. Une première approximation de ce choc peut être déterminée par le différentiel de ralentissement d'activité, entre les années 2012 et 2014, entre d'une part les pays émergents et d'autre part les pays avancés. L'hypothèse forte sous-jacente est qu'en l'absence de ralentissement propre aux pays émergents, la différence entre leur croissance et celle des pays avancés serait restée, en 2014, la même qu'en 2012.

Le calcul est effectué pour les neuf principaux pays émergents de la maquette avec pour 2014 les prévisions de croissance annuelles du FMI, en date d'octobre 2014. Ce calcul conduit à retenir un choc en moyenne de 1,0 % de l'activité de ces pays, avec des disparités : bien plus fort pour la Russie, le Mexique, l'Indonésie et l'Afrique du Sud, proche de la moyenne pour la Chine et le Brésil, inférieur voire inexistant pour l'Inde, la Turquie et la Pologne.

Ces chocs sont ensuite, comme précédemment, introduits dans la maquette des échanges mondiaux, afin d'en étudier l'impact sur le PIB des pays avancés (tableau 3).

Tableau 2
Effet d'un choc négatif de 10 % du PIB dans les différentes zones émergentes sur les pays avancés

	Asie émergente		Amérique latine		PECO	
	Effet direct	Effet total	Effet direct	Effet total	Effet direct	Effet total
Allemagne	-0,7	-2,2	-0,2	-0,8	-1,0	-2,1
France	-0,4	-1,5	-0,1	-0,5	-0,3	-1,0
Espagne	-0,2	-1,2	-0,4	-0,8	-0,3	-1,1
Italie	-0,3	-1,4	-0,2	-0,6	-0,7	-1,5
Royaume-Uni	-0,3	-1,4	-0,1	-0,5	-0,2	-0,8
États-Unis	-0,4	-1,2	-0,7	-1,0	0,0	-0,3
Japon	-1,8	-3,2	-0,2	-0,6	-0,1	-0,5

Note de lecture : l'effet direct est un effet bilatéral entre la zone où a lieu le choc (en colonne) et le pays concerné (en ligne) ; l'effet total prend en compte les effets d'écho via tous les autres partenaires commerciaux du pays concerné : en cas d'un choc de -10 % sur le PIB en Asie émergente, le PIB du Japon subirait un effet direct de -1,8 % et un effet total de -3,4 % ; PECO désigne les pays d'Europe centrale et orientale (Russie incluse).

Déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents : des risques modérés pour les économies avancées

En 2014, le ralentissement dans les pays émergents aurait légèrement pesé sur la croissance des pays avancés. Notamment, en prenant en compte les effets d'« échos », il pourrait avoir coûté jusqu'à 0,4 point de croissance à l'Allemagne, et 0,2 point de croissance à la France. L'activité ayant nettement freiné au Mexique, l'effet aux États-Unis aurait également été non négligeable, de l'ordre de 0,2 point de croissance.

Ces résultats doivent néanmoins être interprétés avec quelques précautions

Ces résultats ne doivent pas être considérés comme une contribution immédiate à la croissance du trimestre considéré, mais davantage comme un ordre de grandeur du frein global à la croissance, qui peut s'étaler sur plusieurs trimestres. En effet, la diffusion de la reprise par le commerce extérieur, bien que rapide, n'est pas instantanée, les entreprises pouvant notamment commencer par ajuster leurs stocks. De plus, ces simulations sont effectuées toutes choses égales par ailleurs. Cela signifie que de nombreux autres mécanismes à l'œuvre simultanément sont laissés de côté. L'un de ces effets négligés, potentiellement important, est l'effet du taux de change : si un choc défavorable a lieu dans une zone émergente, les monnaies nationales des pays concernés vont avoir tendance à baisser, ce qui hausse le taux de change effectif des pays avancés et pénalise donc leurs exportations. Cet effet amplificateur vient alors s'ajouter à la simple baisse de la demande mondiale. Ensuite, ces simulations font l'hypothèse que la structure du commerce mondiale est inchangée : le poids des différentes destinations dans les exportations d'un pays donné reste le même. Cette hypothèse est raisonnable à court terme, mais moins à moyen et long terme, ce qui fragilise l'estimation des effets d'« écho ». Enfin, la maquette ne prend pas en compte les réactions des pays en matière de politique budgétaire ou monétaire.

Le risque de transmission par le canal bancaire reste modéré

Les banques européennes sont plus exposées que les banques américaines au risque émergent

Même si la transmission d'un choc par le canal commercial est susceptible de rester limitée, d'autres liens existent entre les économies avancées et les économies émergentes, en particulier de nature financière. D'une part, les économies avancées réalisent d'importants investissements directs dans les pays émergents ; d'autre part, les agents privés des pays développés, et en particulier les banques, détiennent une quantité substantielle de titres émis par des contreparties émergentes sous forme d'investissements de portefeuille.

Les banques européennes détiennent à leur actif une grande quantité de titres émis par des contreparties (publiques ou privées) localisées dans des pays émergents. Selon les données publiées par la Banque des Règlements Internationaux, les banques européennes possédaient 3 280 milliards de dollars d'actifs émergents au deuxième trimestre 2014, soit environ 13 % de la taille du secteur financier européen consolidé. Cette exposition est, en valeur, quatre fois plus forte que ne l'est celle des banques américaines. En outre, au sein des pays développés, le

Tableau 3

Effet du ralentissement déjà observé dans les pays émergents sur les pays avancés

	Ralentissement en 2014	
	Effet direct	Effet total
Allemagne	-0,1	-0,4
France	-0,1	-0,2
Espagne	-0,1	-0,2
Italie	-0,1	-0,3
Royaume-Uni	-0,1	-0,2
Etats-Unis	-0,1	-0,2
Japon	-0,1	-0,3

Déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents : des risques modérés pour les économies avancées

degré d'exposition aux différentes zones émergentes est variable, ce qui accroît la vulnérabilité de certains pays en cas de choc localisé (tableau 4). Ainsi, les banques espagnoles seraient particulièrement exposées en cas de choc en Amérique latine, tandis que les banques britanniques seraient en première ligne en cas de choc en Asie. Les banques françaises et allemandes, en revanche, ne présentent pas de distorsion majeure de leurs portefeuilles de titres émergents en faveur d'une zone géographique particulière. Cette forte exposition des banques européennes aux risques des pays émergents est toutefois à relativiser : l'évaluation de la qualité des bilans des banques de la zone euro et les tests menés par la Banque centrale européenne en 2014, globalement satisfaisants, donnent la mesure de la capacité de résistance du système financier à des épisodes de crise marquée (cf. éclairage dans la fiche marchés financiers).

Un choc brutal dans les pays émergents est aujourd'hui moins probable que dans les années 1990, mais coûterait plus cher aux pays avancés

Même si l'activité a fortement ralenti dans les pays émergents depuis 2013, mettant à jour les faiblesses externes d'un certain nombre d'entre eux, une crise de la balance des paiements sur le modèle de celles observées dans les années 1990 apparaît aujourd'hui comme moins probable. La plupart des pays émergents, tirant les leçons de ces dernières, ont en effet considérablement assaini leurs systèmes bancaires, maîtrisé et rationalisé leur endettement extérieur, développé considérablement leurs réserves de change et modernisé leurs banques centrales. Même si les fondamentaux agrégés sont aujourd'hui meilleurs, certains pays sont néanmoins dans une situation préoccupante (par exemple le Brésil, l'Inde, l'Indonésie, l'Afrique du Sud ou la Turquie) et pourraient être déstabilisés en cas de tarissement du financement extérieur, par exemple à la faveur de la poursuite du désengagement progressif de politique monétaire expansionniste de la Réserve fédérale.

Cependant, s'il est moins probable, un choc d'activité dans les pays émergents n'en serait pas moins préjudiciable aux pays avancés : la forte intégration des relations commerciales au niveau mondial intervenue dans les années 2000 se traduirait par des effets commerciaux plus sensibles. En outre, les banques européennes détiennent une quantité importante d'actifs dans les pays émergents, ce qui les rend vulnérable à une perte de valeur soudaine. ■

Tableau 4

Exposition des banques des pays avancés au risque émergent

(en milliards de dollars)

	France	Allemagne	Italie	Espagne	Royaume-Uni	États-Unis
Afrique et Moyen-Orient	120	31	9	3	208	59
Asie et Océanie	157	119	14	11	553	354
PECO	193	118	199	66	67	102
Amérique latine	40	21	3	508	137	247

Note de lecture : les banques françaises possèdent à leur actif 120 milliards de dollars de titres émis par des contreparties localisées en Afrique ou au Moyen-Orient.

Déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents : des risques modérés pour les économies avancées

Annexe - Estimation d'une maquette des échanges mondiaux

Cette annexe décrit le fonctionnement de la maquette des échanges mondiaux qui a permis la quantification des impacts de chocs par le canal commercial.

On considère un pays i . Son équilibre comptable emplois-ressources s'écrit :

$$Y_i = D_i + X_i - M_i$$

où Y_i est le PIB de ce pays, D_i la demande intérieure, X_i les exportations et M_i les importations. On peut écrire les exportations de ce pays en fonction des importations de ses partenaires et de ses parts sur les marchés étrangers :

$$X_i = \sum_{j \neq i} \lambda_{ij} M_j \text{ avec } \lambda_{ij} = \frac{X_{i \rightarrow j}}{M_j}$$

où λ_{ij} est la part des exportations du pays i dans les importations du pays j .

On suppose que, dans tous les pays i , les importations réagissent aux variations du PIB avec une élasticité σ_i :

$$dM_i = \frac{M_i}{Y_i} \sigma_i \cdot dY_i$$

En outre, on note c_i la sensibilité de la demande intérieure au PIB : $dD_i = c_i \cdot dY_i$

On peut alors réécrire l'équilibre emploi-ressource différencié :

$$dY_i = dD_i + dX_i - dM_i = c_i dY_i - \sigma_i \frac{M_i}{Y_i} dY_i + dX_i$$

En outre, on peut écrire, en supposant que la structure du commerce mondial est fixe à court terme :

$$dX_i = \sum_{j \neq i} \lambda_{ij} dM_j = \sum_{j \neq i} \lambda_{ij} \frac{M_j}{Y_j} \sigma_j \cdot dY_j$$

Soit finalement :

$$dY_i = \frac{1}{1 - c_i + \sigma_i \frac{M_i}{Y_i}} \sum_{j \neq i} \lambda_{ij} \frac{M_j}{Y_j} \sigma_j \cdot dY_j \quad (1)$$

Effet direct et effet total

Imaginons un choc sur l'activité d'un pays j . Au premier tour, son impact sur le pays i est :

$$dY_i = \frac{1}{1 - c_i + \sigma_i \frac{M_i}{Y_i}} \lambda_{ij} \frac{M_j}{Y_j} \sigma_j \cdot dY_j$$

Le choc initial est donc décomposé en 3 effets :

- l'impact résultant de la seule variation des exportations

- un effet multiplicateur keynésien dû à la sensibilité de la demande intérieure au PIB

- un effet atténuateur d'éviction du choc par les importations (en cas de choc négatif dans le pays j , une partie de ce choc va se traduire par une baisse des importations du pays i et non par une baisse de l'activité domestique)

La somme de ces 3 impacts donne l'effet direct du choc. Par construction, il est nul dans le pays dans lequel le choc a lieu.

Effet total

Une fois l'impact initial passé, le choc peut être amplifié par le fait que les autres partenaires commerciaux du pays j l'ont également subi : ce sont les effets d'entraînement. On peut donc écrire :

$$dY_i = dY_{i, \text{direct}} + \frac{1}{1 - c_i + \sigma_i \frac{M_i}{Y_i}} \sum_{j \neq i} \lambda_{ij} \frac{M_j}{Y_j} \sigma_j \cdot dY_{j, \text{direct}}$$

La suite des chocs ainsi constituée converge vers la relation (1), qui sert à l'estimation de l'effet total.

Écriture matricielle

Matriciellement, la relation (1) peut se réécrire :

$$dY = (I + A - C)^{-1} \cdot \Lambda \cdot A \cdot dY$$

où dY est le vecteur de chocs, I la matrice identité, C la matrice diagonale de terme c_i , Λ la matrice des parts de marché λ_{ij} , et A la matrice diagonale de terme $\sigma_i \frac{M_i}{Y_i}$

La solution du problème avec effets totaux s'écrit alors :

$$dY = [I - (I + A - C) \cdot \Lambda \cdot A]^{-1}$$

Fixation des paramètres

En théorie, les valeurs de c_i et σ_i diffèrent pour chaque pays. Le grand nombre de pays présents dans la maquette empêche cependant d'estimer ces paramètres pour chacun d'entre eux. On fixe donc conventionnellement $c_i = 0,6$ et $\sigma_i = 2$.

Origine des données

Les flux commerciaux entre pays sont estimés à partir des bases *UN Comtrade* et *UN Services Trade* de l'ONU pour l'année 2012, pour un total de 118 pays. Les données de PIB proviennent de la base *World Economic Outlook* du FMI. ■

Déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents : des risques modérés pour les économies avancées

Bibliographie

- "Capital Flows to Emerging Market Economies: a Brave New World?", Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers* n°1081, juin 2013.
- **IMF**, "Emerging Markets: External Risks and Transition Challenges", *Global Financial Stability Report*, avril 2014.
- **IMF**, "On the receiving end? External conditions and emerging market growth before, during and after the global financial crisis", *World Economic Outlook*, avril 2014.
- **Jude C. et Baillehache S.**, « Économies émergentes : vers une croissance durablement moins soutenue qu'avant crise », *Trésor Éco*, n°123, janvier 2014.
- **Lalanne G. et Mauro L.**, « L'Asie émergente a-t-elle tiré la reprise mondiale ? », *Économie et statistique*, n°438-440, Insee, juin 2011.
- **Ollivaud P., Rusticelli E. et Schwellnus C.**, "Would a growth slowdown in emerging markets spill over to high-income countries ? A quantitative assessment", *OECD, Economics Department Working Papers*, n°1110, avril 2014.
- **Pradhan M.**, « La politique monétaire des marchés émergents : les cinq dernières et les cinq prochaines années », *Revue d'économie financière*, n°113, 1-2014.
- **Roucher D. et Xu B.**, « La Chine ralentit : quels risques pour l'économie mondiale ? », *Note de conjoncture*, Insee, juin 2014. ■