



## L'ÉCLAIRAGE | CHRONIQUE

PAR JEAN-PIERRE PETIT

# Il n'y a pas de crise des émergents

Les tensions récentes sur les différents compartiments de marchés des pays émergents (actions, obligations, dettes souveraines...) ont suscité des questions sur un éventuel risque spécifique à ces pays.

Il est vrai que le différentiel de croissance entre les pays émergents et les pays « avancés » s'est réduit en 2012 et 2013 par rapport à ce que nous avions connu depuis une dizaine d'années. Il devrait s'établir à environ 3,5 points en 2012-2013 (environ 1% de croissance dans les pays avancés et 4,5% dans le monde émergent) contre 4,5 points durant la décennie 2000 (1,5% et 6,1% respectivement).

Pourtant, avec le recul, cette performance relative est encore tout à fait satisfaisante. L'écart était aussi de 1,5 point durant la décennie 1990 et de 0,7 point dans la décennie 1980. C'est donc la décennie 2000 qui apparaît à posteriori exceptionnelle.

Plusieurs éléments avaient alors favorisé cette performance inédite. D'abord la dynamique propre de la Chine (10,4% de croissance annuelle), à la fois pour elle-même et pour ses partenaires : la forte croissance de l'ouverture de la Chine a favorisé aussi d'autres zones émergentes comme l'Afrique ou le Brésil.

La hausse continue des prix des matières premières, due notamment à la demande chinoise et au sous-investissement antérieur, a aussi favorisé, dans le monde émergent, les régions exportatrices nettes de ces matières premières, comme le Moyen-Orient, le Brésil, la Russie et une grande partie de l'Afrique subsaharienne. La détérioration des termes de l'échange qu'ont connue les pays émergents importateurs nets de ces matières, en particulier la Chine et l'Inde, a pu être compensée par les gains de productivité.

Cette décennie glorieuse a été aussi due à l'amélioration considérable des conditions de financement dans le monde entre 2002 et 2008 : baisse des taux réels, baisse des spreads souverains, montée des Bourses, afflux considérables de capitaux extérieurs.

Enfin, si paradoxal que cela puisse paraître, la grande crise asiatique et émergente de 1997-1998 a eu pour conséquence une amélioration considérable des politiques macrofinancières, ce qui leur a permis d'améliorer leurs fondamentaux durant la décennie 2000 : forte réduction des déficits courants (au point de devenir excédentaires) et de la dette extérieure, baisse de l'inflation, meilleure politique de

change, assainissement des finances publiques par la mise en œuvre de réformes structurelles.

La bonne tenue de la demande domestique dans les pays riches entre 2003 et 2007, alimentée notamment par des bulles immobilières et parfois par une hausse des déficits publics structurels, constituait également un élément favorable. La surperformance des pays émergents entre 2009 et 2011, alors que les pays avancés entraient en crise, s'est aussi expliquée par des actions de relance (en particulier en Chine) permises par l'amélioration antérieure des fondamentaux.

### Robustesse des fondamentaux

Mais aujourd'hui, tous ces éléments ne sont plus réunis. Il est donc difficile d'imaginer la poursuite d'une dynamique aussi forte. Faut-il pour autant conclure que de nouvelles crises généralisées vont frapper les pays émergents, comme en 1997-1998 ? C'est peu probable.

En 1997-1998, l'Asie de l'Est avait un problème général de compétitivité, dû notamment à un mauvais système de change (ancrage à un dollar en hausse depuis 1995), des déficits extérieurs massifs (financés par des capitaux peu stables et libellés quasi exclusivement en monnaie étrangère), une explosion du crédit privé (à l'origine de bulles diverses) et des systèmes bancaires fragiles. Toute l'Asie de l'Est fut touchée, même si la Chine résista mieux. Les marchés financiers jouèrent complètement la contagion en se basant sur la similitude des modèles de développement et le fort degré d'intégration économique et commerciale entre ces pays. Les autres zones émergentes furent affectées, par différents mécanismes de

transmission : tarissement des flux de capitaux internationaux, difficulté à servir la dette en dollars, baisse des prix des matières premières à la suite de la chute de la demande asiatique, conduisant notamment aux défauts russe (1998) et brésilien (1999).

La situation est très différente aujourd'hui. Pourquoi ? Parce que la robustesse des fondamentaux macrofinanciers des émergents, si elle a un peu décliné récemment, n'est pas, en moyenne, fortement remise en cause.

La balance courante moyenne des pays émergents reste excédentaire, même si l'excédent est tombé de 4,9% en 2006 à 1,4% en 2012. La balance courante hors pays exportateurs nets de pétrole est, quant à elle, négative depuis 2008, mais, à -0,9% du PIB en 2012, elle est largement au-dessus des niveaux moyens des années 1990.

Parallèlement, le niveau de la dette extérieure brute (qu'on la rapporte au produit intérieur brut ou aux exportations) a diminué en moyenne jusqu'à la grande crise. Depuis, il s'est stabilisé. Même si l'on exclut les pays du Golfe, le ratio dette extérieure brute/PIB est à peine au-dessus de 20%, contre plus de 40% à la fin des années 1990. De leur côté, les réserves de change ont progressé de façon plus rapide que la dette externe, même si l'on exclut les pays du Golfe et la Chine.

Autres déséquilibres facteurs de tensions, l'inflation, qui se situait encore en moyenne à plus de 100% au milieu des années 1990, est d'environ 4% aujourd'hui, et les déficits des finances publiques se sont également réduits.

Il est donc difficile d'envisager une crise des pays émergents comme celle de 1997-2008. ■