



HAL
open science

La transmission des crises financières aux pays émergents : l'expérience de l'Europe émergente

Jean-Pierre Allegret

► **To cite this version:**

Jean-Pierre Allegret. La transmission des crises financières aux pays émergents : l'expérience de l'Europe émergente . Revue de l'Union européenne, 2012, 561, pp.523-532. <hal-01660227>

HAL Id: hal-01660227

<https://hal.science/hal-01660227v1>

Submitted on 15 May 2018

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



HAL Authorization

La transmission des crises financières aux pays émergents : l'expérience de l'Europe émergente

Jean-Pierre Allegret

EconomiX, UMR 7235 CNRS et Université Paris Ouest Nanterre La défense

Introduction

La crise ouverte à la suite de l'effondrement du marché des crédits hypothécaires à risque en juin 2007 a été un choc majeur pour l'économie mondiale. Dès octobre 2008, le Fonds monétaire international avait d'ailleurs souligné que les pays développés allaient vivre la récession la plus importante en ampleur depuis 1945. Le point frappant de cette crise est son aspect mondial. Les principaux indices manufacturiers ont chuté de manière simultanée, une telle synchronisation des conjonctures étant tout à fait exceptionnelle. Un effet collatéral de cette crise est l'ouverture début 2010 d'une nouvelle crise, centrée sur la Zone euro, à travers ce qu'il est convenu d'appeler la crise des dettes souveraines. Notre analyse se focalise sur la transmission de la crise aux pays émergents d'Europe centrale et orientale en considérant le canal financier

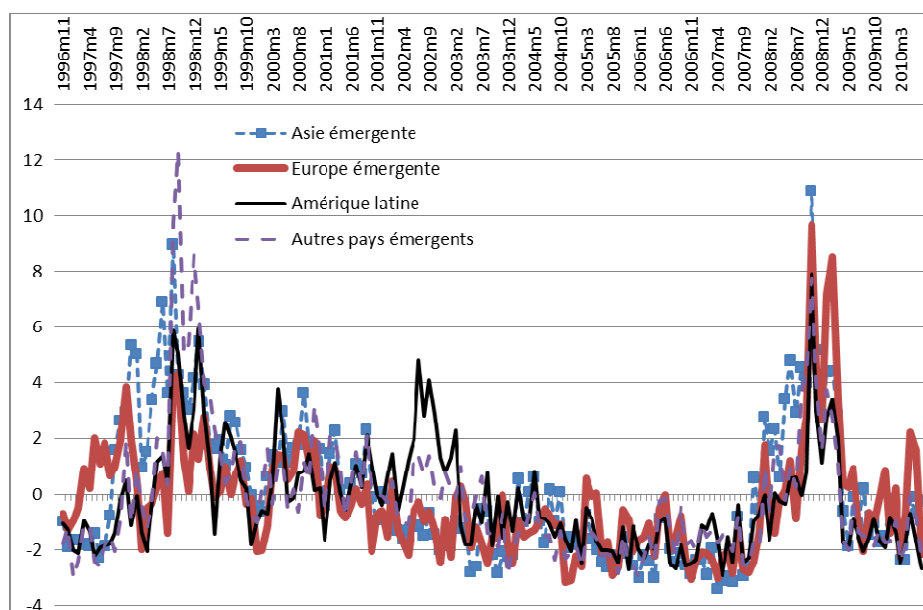
La première section étudie la transmission des tensions financières des pays développés aux pays de l'Europe émergente. La seconde section s'intéresse aux réactions de politique économique.

1- L'influence des perturbations financières des pays développés sur les pays émergents : le canal financier

Balakrishnan *et al.* (2011) ont analysé la transmission des perturbations financières affectant les pays développés en direction des pays émergents. Ils ont ainsi construit un indicateur de stress financier combinant quatre caractéristiques principales : des variations importantes dans les prix des actifs, un accroissement brutal du risque et / ou de l'incertitude, un assèchement de la liquidité et des inquiétudes concernant la santé du secteur bancaire. L'indicateur de stress financier prend ainsi en compte les développements sur les marchés actions (évolutions des rendements et de la volatilité des cours), la prime de risque sur les émergents (EMBI), les tensions sur les marchés des changes et la situation du secteur bancaire.

L'échantillon de pays émergents comprend 26 pays à partir de janvier 1997. L'indice de stress financier rend bien compte des périodes de tensions financières connues par les pays émergents depuis cette date (graphique 1) : crise asiatique de 1997-98, éclatement de la bulle internet et crise des *subprimes*.

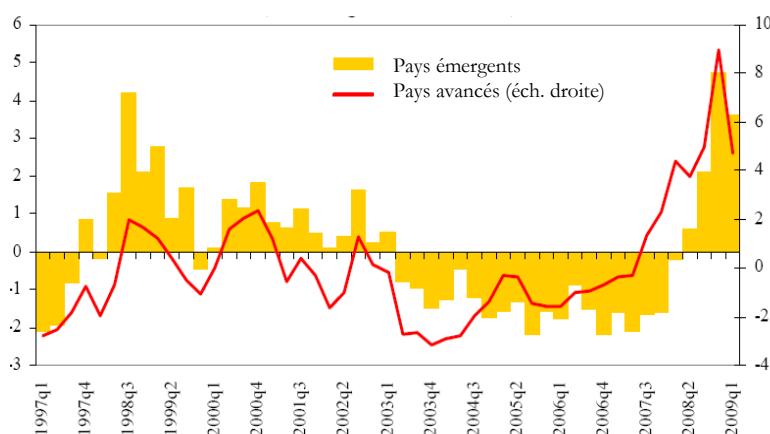
Graphique 1 L'indicateur de stress financier par régions émergentes



Source : : Balakrishnan *et al.* (2011).

On voit aussi que l'indicateur de stress financier tend à augmenter en même temps dans toutes les régions émergentes. Ceci suggère la présence de facteurs communs expliquant leurs évolutions. Balakrishnan *et al.* (2011) montre que le stress financier au sein des pays développés est la principale composante commune du stress des marchés émergents. Plus précisément, environ 70 % du stress dans les pays développés est transmis aux pays émergents. La vitesse de transmission est rapide, entre 1 et 2 mois seulement (graphique 2).

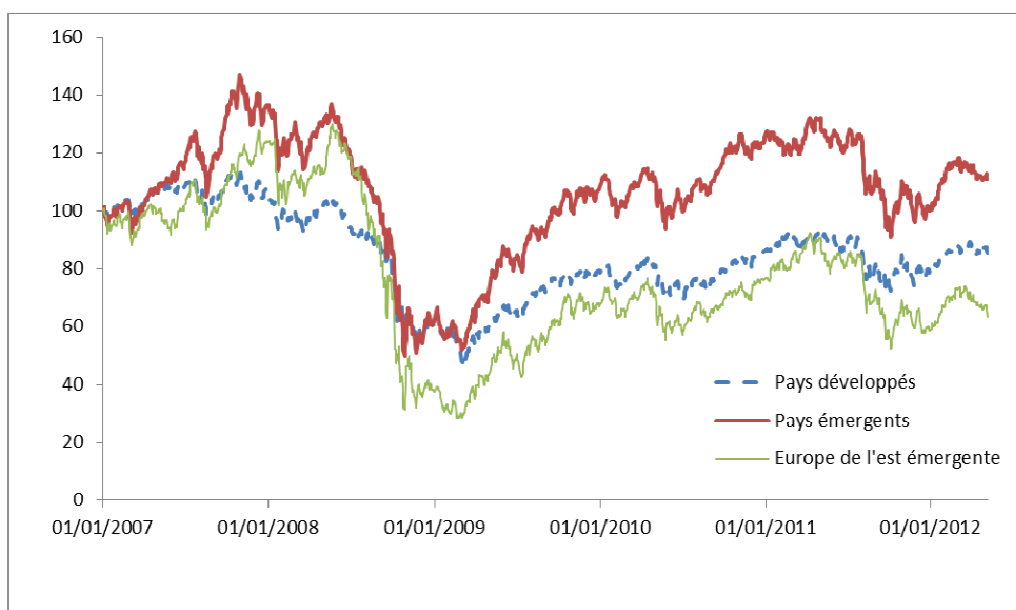
Graphique 2 Stress financier dans les pays développés et émergents, 1997-2009



Source : Balakrishnan *et al.* (2011).

La faillite de *Lehman Brothers* le 15 septembre 2008 a joué comme un puissant accélérateur de la crise financière. De crise de la titrisation celle-ci s'est en effet transformée en crise financière mondiale. Une manifestation de cette dimension mondialisée de la crise a été la chute synchronisée des bourses mondiales après le choc de la mi-septembre 2008 (graphique 3).

Graphique 3 Cours boursiers mondiaux, indice



Pays développés : Allemagne, Australie, Autriche, Belgique, Canada, Danemark, Espagne, Etats-Unis, Finlande, France, Grèce, Hong Kong, Irlande, Italie, Japon, Nouvelle Zélande, Norvège, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni, Singapour, Suède et Suisse

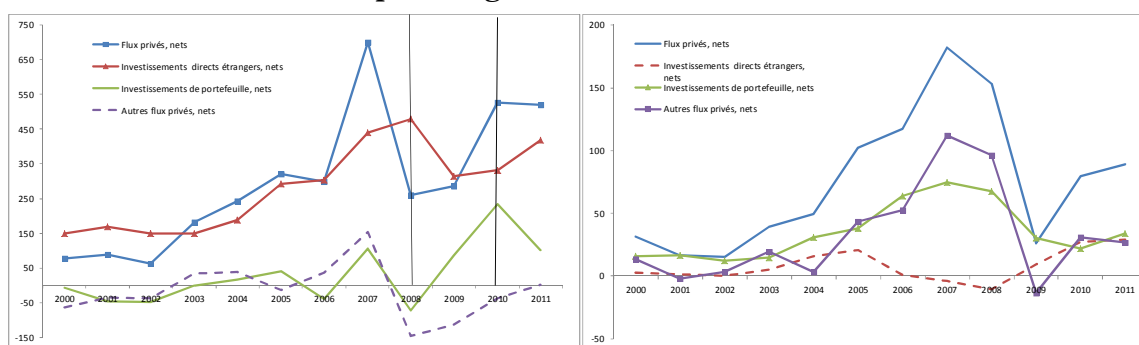
Pays émergents : Brésil, Chili, Chine, Colombie, République tchèque, Egypte, Hongrie, Inde, Indonésie, Israël, Corée du Sud, Malaisie, Mexique, Maroc, Pérou, Philippines, Pologne, Russie, Afrique du Sud, Taiwan, Thaïlande et Turquie

Europe de l'est émergente : Hongrie, Pologne, Rép. Tchèque et Russie

Source : MSCI Barra

Une autre manifestation importante de la crise est le retournement brutal des mouvements internationaux de capitaux à destination des pays émergents et en développement (partie gauche du Graphique 4) et dans l'Europe émergente (partie droite).

Graphique 4 Flux nets de capitaux vers les pays émergents et en développement et vers l'Europe émergente, en milliards de dollars



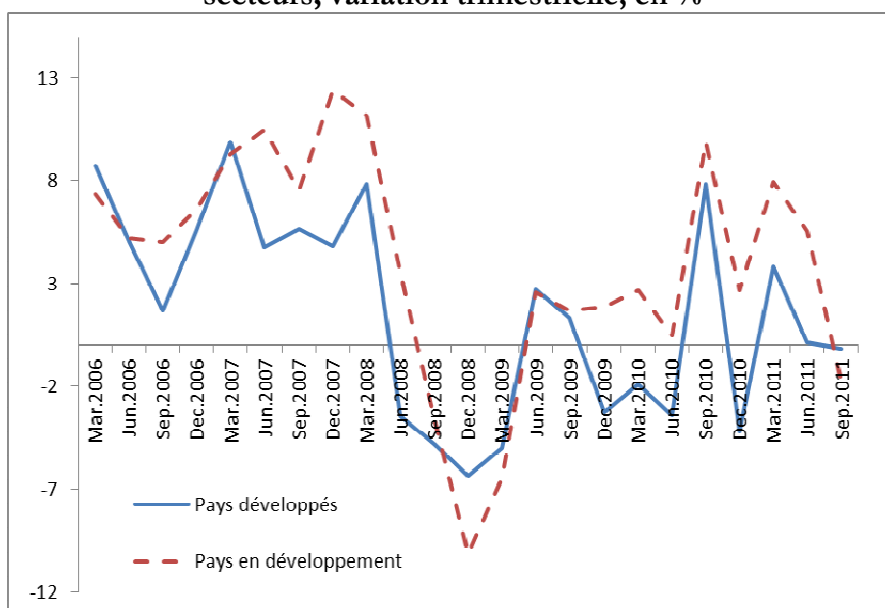
Europe émergente : Albanie, Bosnie-Herzégovine, Bulgarie, Croatie, Hongrie, Kosovo, Lettonie, Lituanie, Macédoine, Monténégro, Pologne, Roumanie, Serbie et Turquie

Source : FMI, *World Economic Outlook*, Base de données, avril, 2012

Le côté gauche du graphique 4 fait apparaître deux ruptures : d'une part la faillite de *Lehman Brothers* en 2008 et, d'autre part, le début de la crise des dettes souveraines de la Zone euro en

2010. Dans les deux cas, on observe un recul des entrées nettes de capitaux dans les pays émergents et en développement. La partie droite montre que les pays de l'Europe émergente ont été particulièrement frappés par le recul des flux liés aux autres investissements. Parmi ces derniers, les crédits bancaires internationaux occupent une place particulièrement importante. Le graphique 5 montre que les banques internationales ont davantage contracté leurs positions transfrontières vis-à-vis des pays en développement que vis-à-vis des pays développés. On voit à nouveau que la crise des dettes souveraines est marquée par un tassement marqué de l'activité bancaire internationale.

Graphique 5 Positions extérieures des banques internationales vis-à-vis de tous les secteurs, variation trimestrielle, en %



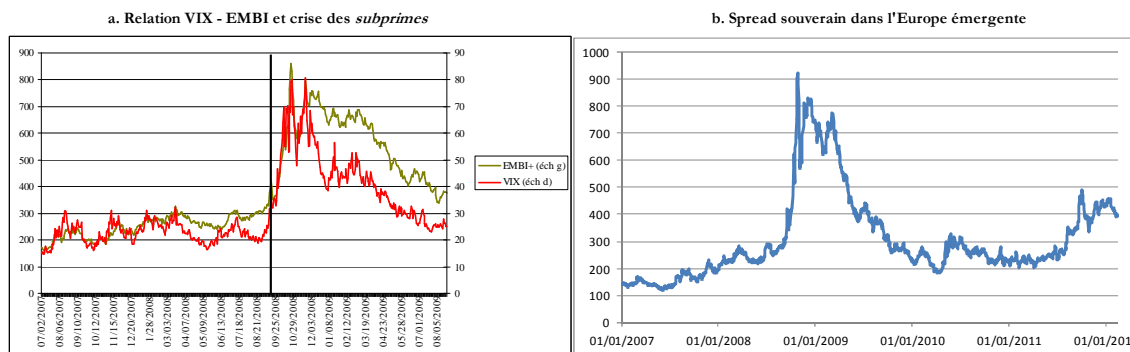
Source : Banque des Règlements Internationaux

Il est important de souligner l'influence exercée par les facteurs extérieurs aux pays émergents pour expliquer la dégradation de leur situation économique. Une manière de percevoir le rôle de ces facteurs globaux est de considérer la relation entre l'indicateur VIX et la prime EMBI (graphique 6). Au cours de la période marquée par la crise, on observe une intensification du lien entre les deux variables. Les tests de causalité à la Granger¹ confirment ce lien : si sur la période 1^{er} janvier 2002 – 31 décembre 2007, l'indicateur VIX ne cause pas l'EMBI, on observe une telle causalité sur la période 1^{er} janvier 2008 – 21 août 2009. Entre les deux périodes, la corrélation contemporaine entre les deux variables est respectivement de 0,73 et de 0,89. La crise des *subprimes* n'est que l'illustration d'un phénomène bien connu : les facteurs extérieurs aux marchés

¹ La causalité au sens de Granger vise à déterminer si une variable x cause une variable y en observant tout d'abord dans quelle mesure les valeurs passées de y arrivent à expliquer la valeur actuelle de y et de voir par la suite l'amélioration de l'estimation grâce à la prise en compte de valeurs retardées de la variable x . Y peut être considérée comme « causée selon Granger » si la variable x est déterminante dans l'estimation de y ou encore, d'une manière équivalente, si les coefficients des valeurs retardées de la variable x sont significativement différents de zéro.

émergents, et notamment les variables macroéconomiques des pays développés, exercent un impact déterminant sur les primes de risques (Fernandez-Arias, 1996 ; Frank et Hesse, 2009 ; Allegret et Sand-Zantman, 2009a).

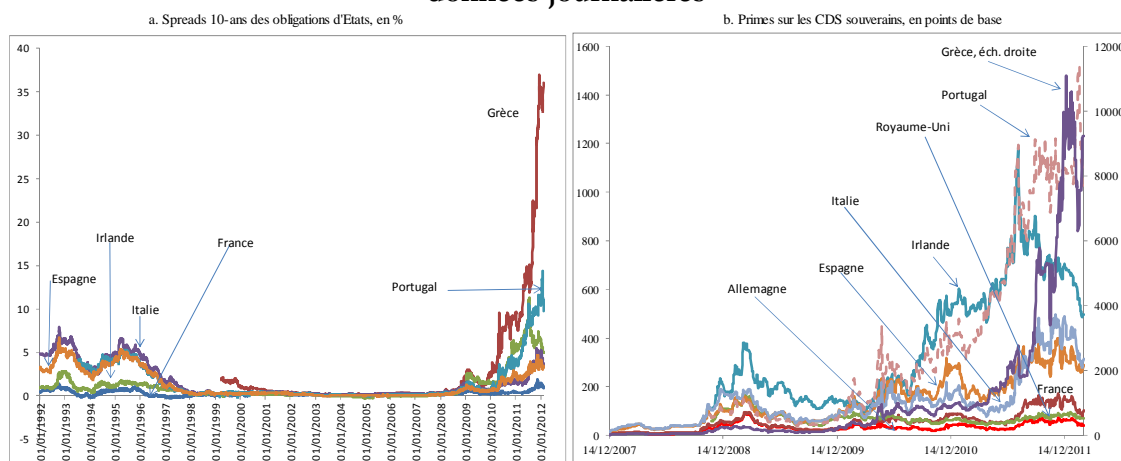
Graphique 6 La relation VIX – EMBI au cœur de la crise financière



Sources : Ministère argentin de l'économie et des finances publiques, Chicago Board Options Exchange et Datastream

La crise des dettes souveraines permet à nouveau de souligner le poids des facteurs internationaux dans les dynamiques affectant les pays émergents et, parmi ceux-ci, les pays de l'Europe émergente. Le graphique 7 illustre la dégradation de la situation financière des pays de la zone euro, et plus particulièrement celle de l'Espagne, de la Grèce, de l'Irlande, de l'Italie et du Portugal.

Graphique 7 Conditions de financement des Etats dans quelques pays de la Zone euro, données journalières



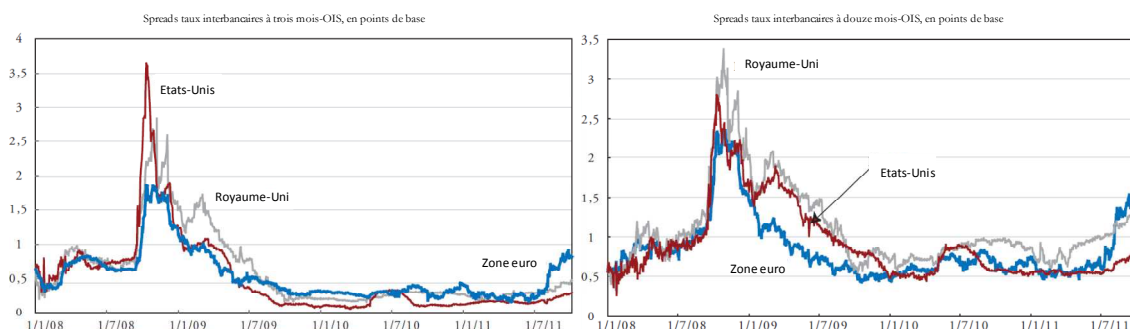
Source : Datastream

Afin de comprendre dans quelle mesure cette crise peut avoir des effets systémiques internationaux, il convient d'intégrer son impact sur les banques. Une aggravation de la crise pourrait déstabiliser les banques dans la mesure où celles-ci détiennent des titres publics dans leurs portefeuilles. Dans cette perspective, des tensions sur les taux longs conduiraient à des pertes en capital pour les banques qui, à leur tour, pourraient entraîner une crise bancaire via des

effets de contagion liés à la perte de confiance. La transmission au secteur non financier reposerait sur le comportement de réduction de l'effet de levier par les banques de la zone euro reposant sur deux facteurs principaux : l'accroissement du coût de la ressource bancaire et les exigences en fonds propres issues de la régulation prudentielle.

Depuis le début de la crise, quelques indicateurs suggèrent clairement que les banques – plus particulièrement celles de la Zone euro – souffrent des tensions affectant les finances publiques. En premier lieu, le graphique 8 montre la présence de tensions sur les marchés interbancaires qui dépassent le seul marché interbancaire en euro.

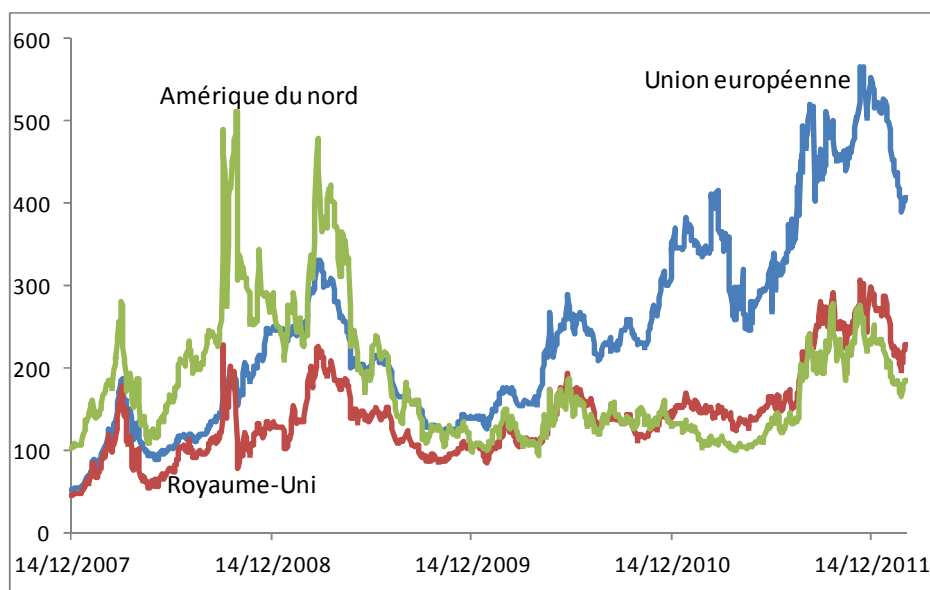
Graphique 8 Tensions sur les marchés interbancaires et crise de la dette souveraine



Source : OFCE (2011)

Dans une perspective similaire, le graphique 9 suggère la présence d'effets de contagion. En effet, on voit que les primes sur les CDS bancaires augmentent même dans les banques non Union européenne.

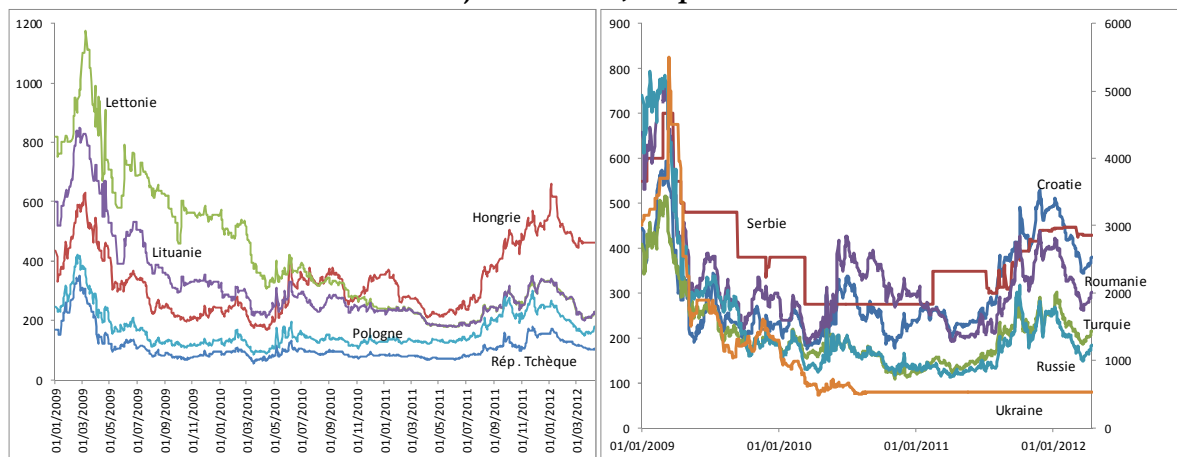
Graphique 9 Primes sur les CDS du secteur bancaire, en points de base



Source : Datastream

Des tensions ont aussi été observées sur les primes des CDS souverains dans les pays émergents depuis 2010. Le graphique 10 illustre la présence de ces tensions pour quelques pays de l'Europe émergente.

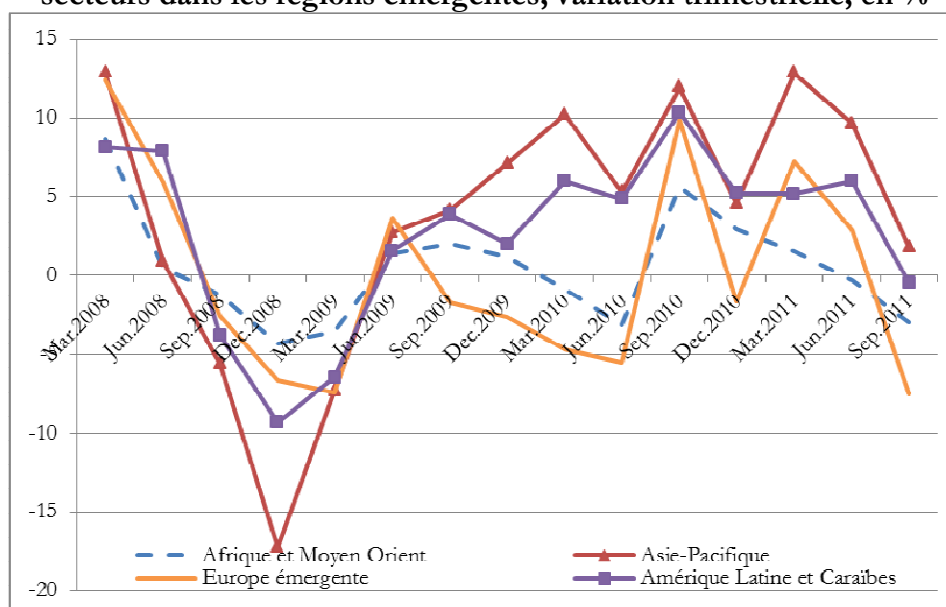
Graphique 10 Primes sur les CDS souverains dans quelques pays de l'Europe émergente, données journalières, en points de base



Source : Datastream

La réduction de l'effet de levier par les banques a conduit à une réduction des crédits internationaux en direction des pays émergents (Graphique 5 plus haut). Le graphique 11 montre que les pays de l'Europe émergente ont été les plus frappés par cette réduction depuis le début de la crise des dettes souveraines dans la zone euro.

Graphique 11 Positions extérieures des banques internationales vis-à-vis de tous les secteurs dans les régions émergentes, variation trimestrielle, en %



Source : Banque des Règlements Internationaux

Au total, la crise de la dette souveraine revêt toutes les caractéristiques d'une crise systémique internationale.

La suite de cet article s'intéresse aux réponses de politique monétaire adoptées dans les pays émergents. Dans la mesure où la crise de la dette souveraine est encore en cours, on se concentre sur la crise financière internationale liée aux *subprimes*.

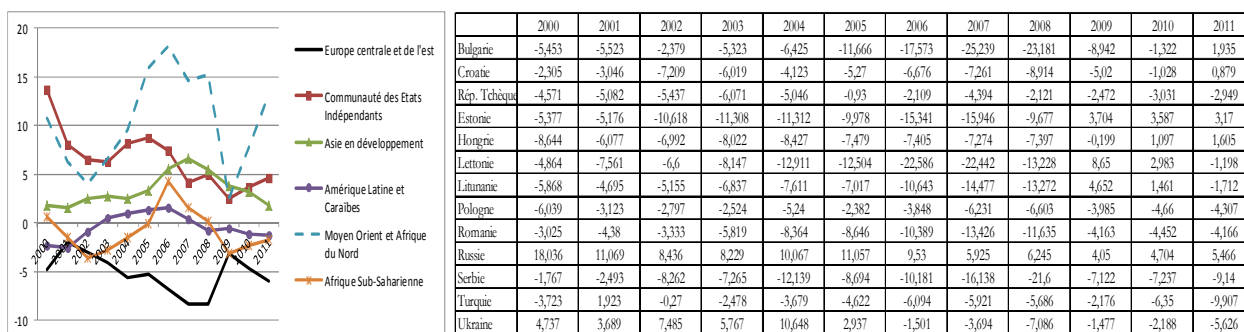
2- Les réponses de politique économique dans les pays émergents

Afin de comprendre les réponses de politique monétaire et l'action par le taux de change, il est nécessaire au préalable d'identifier les vulnérabilités à la crise des pays de l'Europe émergente. En effet, la présence de vulnérabilités limite la capacité des autorités à mener des politiques contra-cycliques (Ghosh *et al.*, 2009 ; IMF, 2010 ; Gardó et Martin, 2010 ; Mitra, 2011). Il existe une littérature importante soulignant le fait que les pays émergents ont moins de marge de manœuvre que les pays développés.

Les vulnérabilités

On a vu précédemment que les mouvements internationaux de capitaux avaient connu un reflux important à la suite de la crise financière. Une question importante est de voir dans quelle mesure les pays émergents sont plus ou moins vulnérables aux chocs affectant certains flux de capitaux. Les pays d'Europe centrale et orientale sont particulièrement vulnérables au canal financier. L'exemple de la Hongrie l'a bien montré. Ces pays cumulent en effet d'importants déficits des comptes courants avec une divergence de trajectoire marquée par rapport aux autres pays émergents (graphique 12 et tableau 1).

Graphique 12 Soldes du compte courant par régions émergentes et Tableau 1 Soldes par pays de l'Europe émergente, en % du PIB



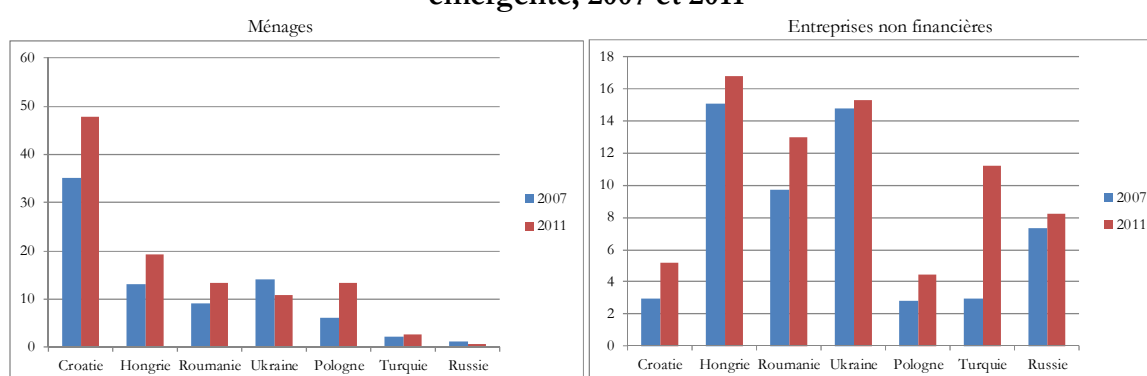
Source : FMI, *World Economic Outlook*, base de données avril 2012.

Ils ont donc une dépendance certaine aux financements internationaux, et plus particulièrement au financement bancaire international. Ainsi, si on s'intéresse à la taille et à la composition des liens financiers entre les pays émergents et les pays développés, on voit que les pays émergents d'Europe ont vu leurs engagements bancaires fortement augmenter alors que ceux des pays

émergents d'Asie diminuaient². Parallèlement, les banques européennes ont augmenté leurs prêts aux pays émergents d'Europe suggérant, comme le soulignent Balakrishnan *et al.* (2011), que les banques des pays d'Europe de l'ouest sont devenues la principale source à l'origine des effets de crédateurs communs.

Un facteur aggravant de vulnérabilité concerne l'endettement en devises des agents domestiques afin de bénéficier de taux d'intérêt plus bas dans un contexte de risque de change limité dans la mesure où beaucoup de pays de l'Europe émergente ont leur monnaie ancrée à l'euro. Entre 2007 et 2011, de nombreux pays de la région ont vu les prêts en devises aux ménages et aux entreprises non financières augmenter entre 2007 et 2011 (graphique 13).

Graphique 13 Prêts en devises en pourcentage du PIB dans quelques pays de l'Europe émergente, 2007 et 2011



Source : IMF (2012).

Dans les pays où le déséquilibre de devises est important, les agents sont exposés à un effet de bilan négatif de taille importante en cas de dépréciation de la monnaie domestique.

Il convient de souligner que l'on observe au contraire une réduction du degré de dollarisation en Amérique latine et centrale, région pourtant marquée par une dollarisation historiquement importante (Izquierdo et Talvi, 2009).

La politique monétaire

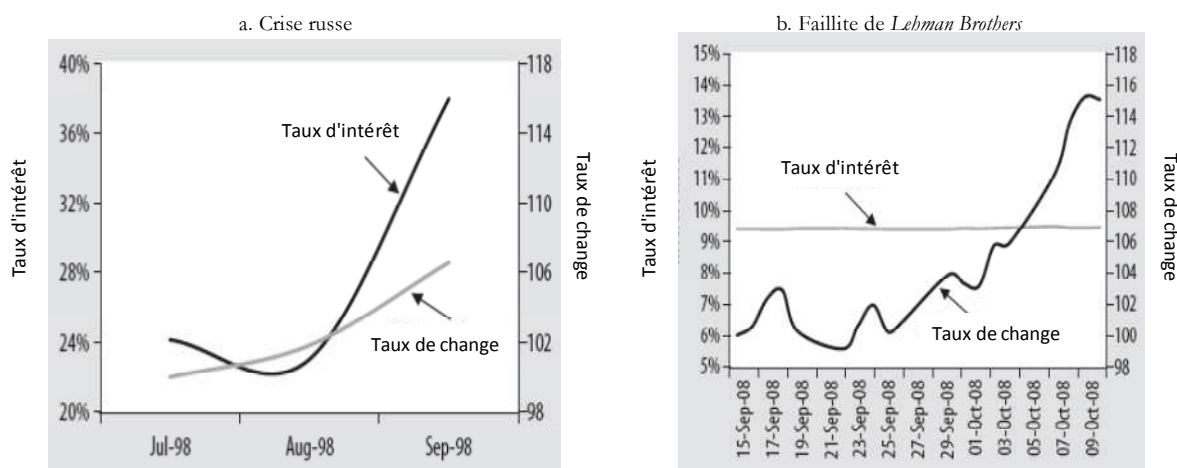
Les banques centrales de nombreux pays émergents ne sont pas restées à l'écart du mouvement de baisse des taux d'intérêt observé dans les pays développés. La majorité des banques centrales de ce groupe de pays en effet possèdent plus de marges de manœuvre que dans les précédents épisodes de crise. En premier lieu, cette crise provient des pays développés, ce qui doit en principe limiter le risque qu'une politique monétaire expansionniste provoque une crise de confiance. En deuxième lieu, l'inflation est maîtrisée dans beaucoup de pays émergents. En troisième lieu, le fait que de nombreux pays émergents aient adopté des régimes de change plus

² Sur ce point, voir Balakrishnan *et al.* (2011).

flexible redonne des capacités d'actions aux banques centrales. En quatrième lieu enfin, les banques centrales des pays émergents ont des taux directeurs qui demeurent bien supérieurs à ceux des banques centrales de pays développés.

On peut d'ailleurs à nouveau souligner la différence de réactions des pays d'Amérique latine entre la crise actuelle et la crise russe. Le graphique 14 montre ainsi que si les banques centrales ont réagi à la crise russe par une contraction monétaire (hausse des taux d'intérêt), cela n'a pas été le cas avec la crise actuelle.

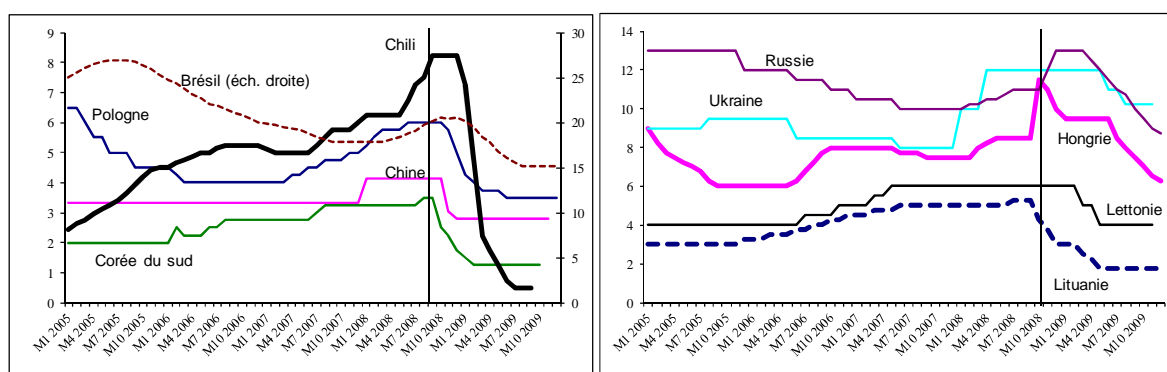
Graphique 14 Réactions de politique monétaire en Amérique latine et centrale



Source : Izquierdo et Talvi (2009), p.17.

Les pays émergents de la zone Europe les plus contraints par la crise – du fait notamment de l'ampleur de leur endettement domestique en devises et de leur dépendance à l'égard des financements internationaux – ont eu tendance à réagir plus tardivement au choc provoqué par la faillite de *Lehman Brothers*. Le graphique 15 compare ainsi l'évolution du taux d'escompte de quelques banques centrales de pays émergents (partie gauche) avec des émergents de la zone Europe particulièrement vulnérables (partie droite). Selon le graphique, il apparaît qu'à l'exception de la Lituanie, les autorités monétaires ont soit augmenté leur taux d'escompte au moment du choc (Hongrie, Russie), soit elles l'ont laissé inchangé (Estonie, Lettonie).

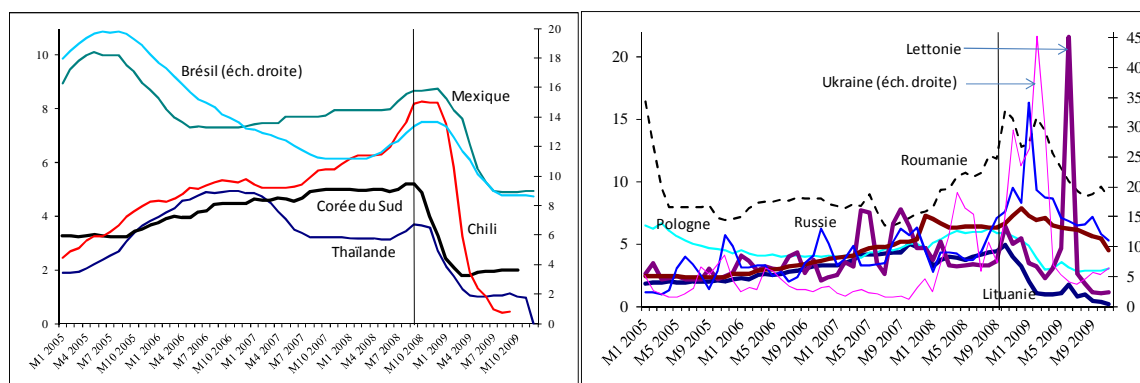
Graphique 15 Taux d'escompte dans quelques pays émergents, en %



Source : FMI, *Statistiques financières internationales*

Le graphique 16 confirme les remarques précédentes en les accentuant. Il présente les taux du marché monétaire dans quelques pays émergents d'Asie et d'Amérique latine et centrale (partie droite) et dans quelques pays de l'Europe émergente (partie droite). On voit que les perturbations monétaires ont été bien plus fortes que ce que suggère la seule observation des taux d'escompte.

Graphique 16 Taux du marché monétaire dans quelques pays émergents, en %

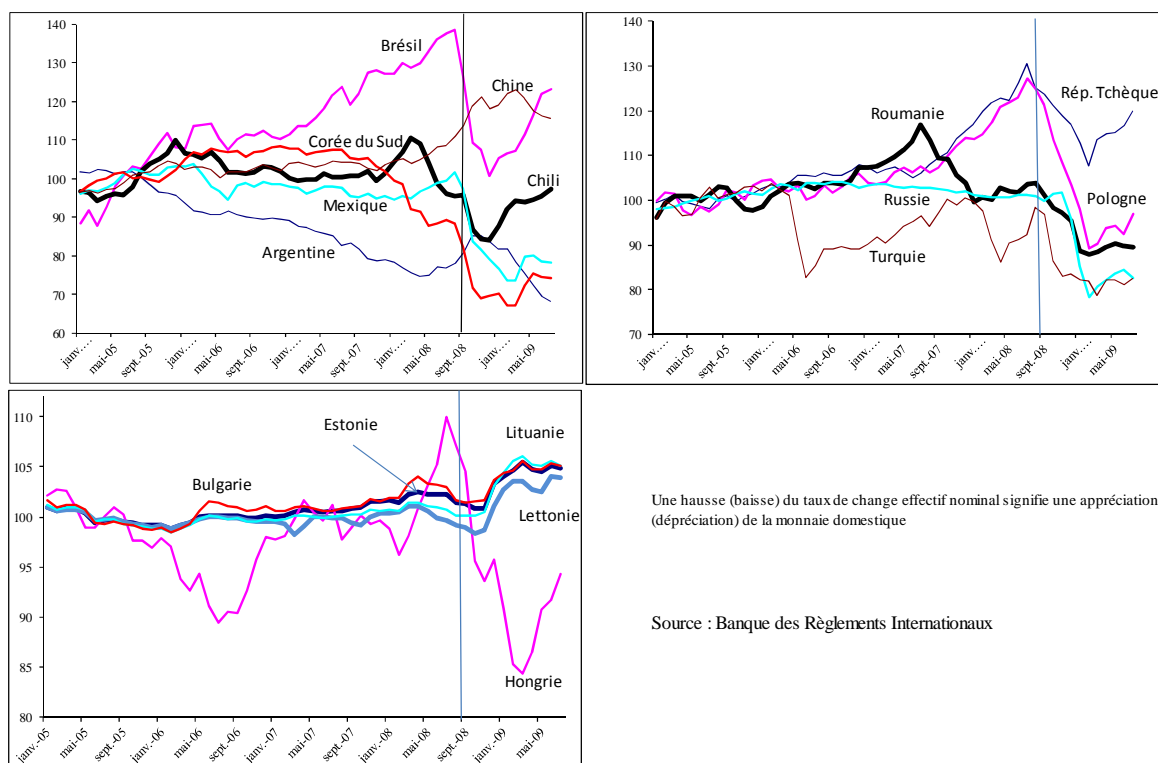


Source : FMI, *Statistiques financières internationales*

Les taux de change

Un trait marquant de la crise actuelle est que de nombreux pays émergents, la zone Europe étant une nouvelle fois une exception notable, ont laissé leur taux de change se déprécier (graphique 17).

Graphique 17 Taux de change nominal effectif dans quelques pays émergents. 100 = 2005



Ce comportement explique d'ailleurs pourquoi on observe une réactivité des taux d'intérêt des banques centrales globalement plus vigoureuse en Amérique latine ou en Asie comparativement à ce qui s'est passé en Europe émergente. L'explication principale de cette évolution de comportement repose sur le fait que le degré de dollarisation des économies a diminué de manière très significative, particulièrement en Amérique latine et centrale, ce qui a réduit la peur du flottement des autorités, peur du flottement qui reposait elle-même sur de puissants effets de bilan négatifs liés aux dépréciations (Calvo et Reinhart, 2002 ; Allegret et Sand-Zantman, 2009b). Dans ce contexte, les dépréciations n'avaient pas les effets expansionnistes escomptés et pouvaient même conduire à des effets dits « contractionnistes » (Frankel, 2005). La réduction de la dollarisation permet de faire jouer les propriétés de lissage des chocs offerts par des taux de change davantage flexibles (Edwards et Levy-Yeyati, 2005).

Allegret *et al.* (2013) ont confirmé cette observation en étudiant les pays membres de l'Union européenne entrés en mai 2004 mais qui n'ont pas adhéré à la Zone euro depuis. Utilisant un modèle VAR sur la période janvier 2004 – décembre 2010, ils montrent que les pays ayant adopté des régimes de change rigides (Estonie, Lettonie et Lituanie) ont contenu la réponse de leur taux de change nominal aux chocs réel et financier les ayant affecté alors que les pays à régimes de change plus flexibles (Hongrie, Pologne et République tchèque) ont laissé leur monnaie se

déprécier. Ce comportement est largement expliqué par la dollarisation – euroisation des dettes dans le premier groupe de pays.

Conclusion

Les pays émergents – et parmi ceux-ci les économies de l'Europe émergente – ont été frappés par un choc macroéconomique majeur. Ce choc est inédit à la fois par son ampleur et par le fait que son épïcêtre se situe dans les pays développés. Alors que durant les années 90 les pays émergents avaient montré des capacités limitées à résister aux chocs négatifs les affectant, la crise actuelle a révélé une capacité de résistance accrue. L'Europe émergente est une exception importante.

Cependant, il convient de souligner que même si les fondamentaux de ces économies se sont améliorés très sensiblement, il n'en demeure pas moins qu'elles restent très exposées aux chocs internationaux. Ainsi, une des leçons de la crise actuelle est que même les pays dotés de fondamentaux solides ont été affectés. Une nouvelle fois – eu égard aux expériences de crises des années 90 – cela pose la question de la régulation des flux internationaux de capitaux pour ces pays. Les entrées massives de capitaux dans les marchés émergents depuis la seconde moitié de l'année 2009 – entrées dues au niveau très bas des taux d'intérêt mondiaux – dont remis au goût du jour la question des contrôles de capitaux dans ces pays afin de pouvoir gérer leurs conséquences déstabilisatrices. Cette question est d'autant plus importante qu'il existe un potentiel de très forte instabilité internationale liée à la crise des dettes souveraines de la Zone euro.

Références

- Allegret J.P. et Sand-Zantman A. (2009a), « Modeling the impact of real and financial shocks on Mercosur : the role of the exchange rate regime », *Open Economies Review*, vol.20, n°3, p.359-384.
- Allegret J.P. et Sand-Zantman A. (2009b), « Does a monetary union protect against foreign shocks ? An assessment of Latin American integration », *Journal of Policy Modeling*, vol.31, n°1, p.102-118.
- Allegret J.P., Becker-Pucar E. et Josifidis K. (2013), « Adjustment mechanisms and exchange rate regimes in new 2004 EU members during the financial crisis », *Post-Communist Economies*, vol.25, n°1, mars, à paraître.
- Balakrishnan R., Danninger S., Elekdag S. and Tytell I. (2011), «The Transmission of Financial Stress from Advanced to Emerging Economies», *Emerging Markets Finance and Trade*, vol.47 (03S2-mai-juin), p.40-68.
- Calvo G. et Reinhart C.M. (2002), « Fear of floating », *The Quarterly Journal of Economics*, vol.117, n°2, mai, p.379-408.
- Edwards S. et Levy-Yeyati E. (2005), « Flexible exchange rates as shock absorbers », *European Economic Review*, vol.49, n°8, p.2079-2105.
- Fernandez-Arias E. (1996), « The new wave of private capital inflows : push or pull ? », *Journal of Development Economics*, Vol. 48, p. 389-418.

- Frank N. et Hess H. (2009), « Financial spillovers to emerging markets during the global financial crisis », *IMF Working Paper*, WP/09/104.
- Frankel J.A. (2005), « Mundell-Fleming lecture : contractionary currency crashes in developing countries », *IMF Staff Papers*, vol.52, n°2, p.149-192.
- Gardó S. et Martin R. (2010), « The impact of the global economic and financial crisis on Central, Eastern and South-Eastern Europe, a stock-taking exercise », *ECB Occasional Paper Series*, 114, juin.
- Ghosh A.R., Chamon M., Crowe C., Kim J.I. et Ostry J.D. (2009), *Coping with the crisis : policy options for emerging market countries*, *IMF Staff Position Note*, avril, SPN/09/08.
- IMF (2010), How did emerging markets cope in the crisis ?, Strategy, Policy, and Review Department, juin.
- IMF (2012), *Global Financial Stability Report, The Quest for Lasting Stability*, Washington D.C., April.
- Izquierdo A. et Talvi E. (2009), *Policy trade-offs for unprecedented times : confronting the global crisis in Latin America and Caribbean*, IADB.
- Mitra P. (2011), « Capital flows to EU new member states : does sector destination matter ? », *IMF Working Paper*, WP/11/67, mars.
- OFCE (2011), « La très grande récession », *OFCE Les Notes*, n°8/16, décembre.