

Contagion

LES ÉVÉNEMENTS DONNERONT-ILS RAISON AUX MODÈLES THÉORIQUES ?



ESTELLE BRACK
Chargée de relations externes (affaires internationales) et économiste
Fédération bancaire française

Les crises asiatique de 1997, russe de 1998, brésilienne de 1999 et argentine de 2001, touchant des pays émergents, ont alimenté la réflexion économique et ont étoffé la littérature théorique sur la contagion. Ces études confirment que les pays émergents subissent la crise actuelle par ce type de propagation et achèvent de contredire la thèse du “découplage”.

Les économistes définissent aujourd’hui la contagion d’une crise comme le changement de perception généralisé du risque concernant les pays émergents. Cette définition plus étroite est plus consensuelle et reflète une situation où les effets d’un choc externe sont plus importants que ce qui était prévu par les fondamentaux nationaux¹. La contagion au sens étroit se défi-

“normale” des chocs entre les pays, liée aux interdépendances. Cette contagion n’est pas nécessairement “pure” comme le conçoit Masson. Elle peut également être discriminante comme l’a montré Ahluwalia (voir l’encadré 1).

Dans le cas d’une contagion pure, les retournements de fonds, du fait d’une crise extérieure, affectent d’autres pays sans raisons économiques particulières. C’est une aversion généralisée pour le risque pays émergents qui dicte le comportement des investisseurs, sans discernement. La contagion peut également être discriminante dans le sens où les crises simultanées concernent des pays proches sur le plan des fondamentaux, au-delà des canaux commerciaux et financiers, et dans le sens où la crise dans le pays *o* permet aux investisseurs de réviser leur perception, leurs anticipations, sur l’état des autres pays émergents.

Confrontations aux modèles théoriques

Dans un premier temps, les pays les plus touchés par l’onde de choc de la crise financière née des *subprime credits* sont ceux qui dépendaient le plus des entrées de capitaux étrangers ainsi que des marchés de capitaux

internationaux et qui affichaient de très forts déficits des paiements courants. Avec la crise, le crédit est plus rare et plus cher. Dans les économies émergentes d’Europe, la croissance du crédit et des entrées de capitaux demeurent importantes, mais les entrées ont notablement diminué et deviennent plus sensibles aux déséquilibres des pays pris individuellement, selon l’ampleur des réformes économiques. Pour certains pays, comme les pays baltes, la croissance du crédit a ralenti de façon marquée. D’autres pays (Islande, Hongrie) ont connu une crise monétaire et bancaire de grande ampleur.

Dans un deuxième temps, le ralentissement de la croissance dans les économies avancées a pesé sur les exportations alors que les chocs sur les prix ont pénalisé la consommation.

Tirant les leçons des crises précédentes, la Chine ou la Russie ont, elles, accumulé de confortables réserves de change depuis les années 2000 afin de se protéger contre de nouvelles bourrasques. Il n’empêche : les deux États sont aussi très secoués.

Par souci de simplification, on peut considérer que la crise, financière et économique, née aux États-Unis et propagée dans un premier temps

“ La thèse dite du « découplage », présentant le dynamisme économique des pays émergents comme immunisé contre la crise américaine et européenne, est donc bien malmenée. ”

nit ainsi comme un changement de comportement des investisseurs *ceteris paribus* dans le pays *1* touché après une crise dans le pays *o*. Les travaux récents insistent en effet sur la différence entre contagion et transmission

1. Kleimeier, S., Sander, H., 2003 « Contagion and causality: An empirical investigation of four Asian crisis episodes », *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 13, 171-186.

1. les facteurs de contagion

La revue de littérature de Brana et Lahet¹ éclaire le débat théorique sur la contagion. Trois facteurs dits de "contagion" ont été identifiés par Masson², puis précisés ultérieurement par Ahluwalia.

■ Le premier facteur est assimilé à un effet de Mousson (*moonsonal effect*). Des pays subissent des crises simultanées en raison d'un choc commun (baisse du prix du pétrole, hausse des taux d'intérêt américains, contrainte de respecter les ratios prudentiels au Japon...) qui provoque un retrait de fonds hors des pays émergents.

Ce choc, aléatoire, affecte de façon similaire et concomitante un ensemble de pays émergents.

■ Le deuxième facteur est lié aux interdépendances "normales" entre pays (*spillover effects*). Un pays est frappé à cause de l'existence d'une crise dans un autre en raison des liens commerciaux et financiers qui existaient entre eux deux avant la crise. Masson se concentre sur le canal commercial. Ce vecteur de propagation implique qu'une crise de change accroît la compétitivité du premier touché (pays *o*) et pénalise ses partenaires commerciaux (commerce bilatéral ou avec un tiers). Cette perte de compétitivité est perçue comme une faiblesse économique par les agents de marché

qui perdent confiance. Leurs retraits de capitaux déclenchent la crise de change. Le canal financier implique que les pays sont liés par leur présence dans le portefeuille de titres ou de prêts d'un pays tiers commun. Dans le cas des prêts bancaires internationaux, il s'agit précisément du canal du créancier commun qui explique les effets de report des agents sur d'autres pays. Mécaniquement, le réaménagement de portefeuille, du fait de la recherche de liquidités pour compenser les pertes subies suite à la crise dans un premier pays, propage le rationnement et la crise de liquidité.

■ Troisièmement, si aucun des facteurs précédents ne parvient à justifier les crises en série, il s'agit alors pour Masson de contagion dite "pure". On parle de *shift contagion* (Forbes et Rigobon³). Suite à la crise dans le pays *o*, les agents retirent leurs fonds dans d'autres pays dans un mouvement de panique non justifié par des liens économiques directs.

■ Ahluwalia⁴ a, quant à lui, étayé le sujet en introduisant la notion nouvelle de contagion "discriminante", basée sur la perception par les investisseurs, en période de crise, de ressemblances économiques entre les pays (*visible similarities, weaknesses*). Dans ce cas, la crise dans le pays *o* est un "signal d'alerte" (*wake up call*) qui pousse les investisseurs à revoir leur perception du risque dans les autres pays.

1. Sophie Brana & Delphine Lahet « La propagation des crises financières dans les pays émergents : la contagion est-elle discriminante ? », *Économie internationale* 103 (2005), p. 73-96.

2. Masson, P., 1998 « Contagion : Monsoonal effects, spillovers and jumps between multiple equilibria », FMI, IMF Working Paper 98/142, septembre.

Masson, P., 1999 « Multiple equilibria, contagion and emerging market crises », IMF Working Paper 99/164, novembre.

3. Forbes, K., Rigobon, R., 2002 « No contagion, only interdependence : Measuring stock market comovements », *Journal of Finance* 57 (5), 2223-2261.

4. Ahluwalia, P., 2000 « Discriminating contagion : An alternative explanation of contagious crises in emerging markets », IMF Working Paper WP/00/14, février.

au sein des pays développés, s'est transmise aux pays émergents par plusieurs canaux :

■ les exportations, puisque la demande des grands pays fléchit ;
 ■ le financement extérieur, plus difficile à obtenir et moins bon marché car la confiance se réduit ;
 ■ le canal bancaire, la solidité des établissements de crédit étant partout l'objet de doutes. Les systèmes bancaires sont fragilisés par la diminution de la qualité de leurs portefeuilles de crédit ou la dévalorisation de leurs actifs ;

■ les grands mouvements de capitaux. Tétanisés par la crainte d'une récession mondiale, les grands investisseurs internationaux rapatrient leurs avoirs pour les mettre en lieu sûr. Dans les pays concernés ces sorties de capitaux, brutales, affaiblissent les banques et les monnaies locales et, lorsque ces États sont endettés en devises étrangères, en dollar ou en euro, par exemple, la dette nationale gonfle alors mécaniquement (Hongrie, pays baltes). Ce fut le cas lors des crises asiatique de 1997 et russe de 1998.

La thèse dite du "découplage", présentant le dynamisme économique des pays émergents comme immunisé contre la crise américaine et européenne, est donc bien malmenée. Cela ne devrait pas surprendre : 68 % des flux commerciaux internationaux sont dirigés vers les États-Unis et l'Union européenne (respectivement 24 % et 44 %). Un fort ralentissement dans ces pays a nécessairement un puissant impact sur le reste du monde.

Les cas épargnés

Certaines économies émergentes devraient cependant parvenir à maintenir un taux de croissance raisonnable. Les BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud) font preuve d'une bonne résistance. Face à la crise, les grands pays ont les moyens de développer la demande interne, d'accélérer les investissements publics, de soutenir leurs banques, comme la Russie a déjà commencé à le faire en leur prêtant 36 milliards de dollars. Le Mexique a annoncé un plan de soutien aux infrastructures, tandis que l'Inde pourrait relever les salaires des fonctionnaires.

La croissance des pays émergents d'Europe devrait demeurer soutenue par les transferts publics importants du budget européen, contribuant pour plusieurs points de PIB.

Les pays les moins endettés, ceux qui ont accumulé grâce à leur commerce extérieur, leur manne pétrolière ou leurs ressources en matières premières, ont assez de réserves de changes et ont de quoi tenir quelques années. Ceux qui se sont endettés en monnaie locale comme l'Argentine peuvent, dans une certaine mesure "faire marcher la planche à billet" pour se financer. Mais les autres n'ont d'autres choix que d'appeler à l'aide internationale. Et ce malgré les plans de soutien au secteur bancaire et à l'économie qui se multiplient dans les pays émergents. Mais face à un mouvement global de *flight to quality*, ces mesures ne permettent pas (encore) de ramener le calme. ■

RADIOSCOPIE DES EFFETS DE LA CRISE PAYS PAR PAYS

■ EUROPE DE L'EST

■ **Si une région préoccupe les analystes, il s'agit bien de l'Europe centrale et orientale**, hormis des pays, comme la République tchèque, la Slovaquie ou la Slovénie, protégés par leur monnaie. La Slovénie a adopté l'euro le 1^{er} janvier 2007, et la Slovaquie devrait le faire au 1^{er} janvier. Les déficits courants sont lourds et les banques, les entreprises et les ménages se sont massivement endettés en devises ces dernières années. Ils sont alors particulièrement vulnérables au resserrement des conditions de crédit bancaire international et aux turbulences sur les marchés de change.

Le Fonds monétaire international (FMI) a d'ores et déjà fourni une aide à la Hongrie, à l'Islande, au Pakistan et à l'Ukraine. Il est également en discussion avec d'autres pays sur de possibles besoins de financement, et fournit des conseils de politique aux gouvernements dans les pays émergents et en développement de manière confidentielle (Albanie, Biélorussie, Bulgarie, Croatie, Estonie, Lituanie, Macédoine et Turquie).

Il a, en outre, annoncé le 29 octobre la création d'une facilité de liquidité à court terme (*Short-Term Liquidity Facility* – SLF) pour pouvoir mettre en œuvre des solutions de financements rapides pour les pays à situation économique solide mais faisant face à des problèmes de liquidité temporaires sur les marchés de capitaux internationaux.

■ **L'Ukraine** est dans une situation singulièrement délicate : elle s'enfonce dans la crise politique, alors que son besoin de financement externe au cours des douze prochains mois représente 140 % de ses réserves de change.

La prime de risque sur les emprunts d'État ukrainiens a grimpé à 1850 points de base mi-octobre, un niveau de défaut. L'Ukraine a obtenu début novembre auprès du FMI un prêt de 16,5 milliards de dollars assorti d'un programme économique, qui vise à résoudre les problèmes de liquidité et de solvabilité du système financier en atténuant l'ajustement aux chocs externes et en réduisant l'inflation. Ce prêt se place dans le cadre d'un *Stand-By Arrangement* (SBA) de deux ans.

■ **En Hongrie**, pour stopper le plongeon du forint (de 48 % par rapport au dollar et depuis mi-juillet) la Banque centrale a dû se résoudre à augmenter son taux directeur de 8,5 % à 11,5 %. Les autorités ont répondu aux effets de la crise en poursuivant leur programme de convergence macro-économique, couplé avec un suivi renforcé du secteur financier et en augmentant la garantie des dépôts bancaires, en ligne avec le mouvement européen. « La banqueroute de l'État² » a été évitée grâce au soutien

financier exceptionnel obtenu fin octobre de 20 milliards d'euros du FMI, de l'Union européenne (UE) et de la Banque mondiale, après avoir déjà obtenu 5 milliards d'euros de la Banque centrale européenne mi-octobre.

Une mission du FMI, en étroite collaboration avec l'UE, a obtenu un accord global sur un ensemble de mesures visant à soutenir la stabilité de l'économie hongroise à moyen terme et améliorer sa croissance potentielle de long terme.

■ **L'industrie automobile turque**, qui exporte 70 % de sa production vers les pays de l'UE, pâtit de la baisse des ventes en Europe. Une mauvaise nouvelle aussi pour la balance commerciale, dont le déficit se creuse un peu plus chaque mois. Plus de 50 % des produits turcs sont exportés vers l'UE. La production industrielle dans son ensemble a baissé de 4 %, en août. La croissance devrait tomber au-dessous de 2 % en 2009, avant de repasser à 4,25 % en 2010, sous l'impulsion de la reprise mondiale. Face à un déficit important de la balance des opérations courantes et à une aggravation considérable de l'instabilité du taux de change, il est essentiel de soutenir la confiance des investisseurs.

■ **Le rythme de l'expansion en Pologne** s'est ralenti quelque peu au premier semestre 2008, mais les données récentes semblent indiquer un fléchissement plus prononcé de

2. Déclaration du chef du gouvernement hongrois, Ferenc Gyurcsany, dans une interview accordée au journal *Vasarnapi Hírek* et citée par *France24.com* dans un article du 2 novembre 2008, « La Hongrie sauvée de la banqueroute ».

l'activité. Dans le contexte du ralentissement économique mondial, la croissance pourrait tomber en deçà de son potentiel, même si des allègements d'impôt sur le revenu soutiennent la consommation privée. Avec la baisse des prix du pétrole et les pressions peut-être moins fortes mais persistantes de la demande sur le marché du travail et les marchés de produits, l'inflation tendancielle devrait refluer plus progressivement que l'inflation globale.

■ **La Roumanie** est également en difficulté. Les réserves de change ont diminué de moitié en un an (27 318 millions d'euros fin octobre). Le ROBOR (Romanian Interbank Offer Rate) au jour le jour était de 14,13 % le 2 décembre 2008.

Standard and Poor's a revu la notation de sa dette en octobre, pour junk. Le ralentissement dans la vieille Europe va en outre réduire les rapatriements des nombreux expatriés roumains.

■ ASIE

■ **Plusieurs pays d'Asie (Corée, Thaïlande, Indonésie, Inde, Hong Kong)** ont pris des mesures afin de garantir la liquidité des banques et les dépôts bancaires. En Indonésie, par exemple, le taux de réserves obligatoires sur les dépôts en dollars a été ramené de 3 % à 1 %. Les autorités coréennes, pour leur part, considèrent la possibilité de garantir la dette externe des banques. Et Hong Kong envisage de créer un fonds pour procurer des liquidités aux banques, après avoir fourni un plan de garantie de tous les dépôts bancaires. La confiance des marchés n'est cependant pas encore retrouvée. Le Vietnam a décidé début décembre la mise en œuvre d'un plan de plus de 800 milliards d'euros pour soutenir la croissance, qui devrait tomber à 6,5 % en 2008, contre 8,5 % en 2007. Les mesures soutiendront notamment les secteurs exportateurs.

■ **La Corée du Sud** a été durement touchée par la crise financière mondiale et le choc antérieur des prix des matières premières, qui ont mis fin à l'expansion et intensifié l'inflation. La forte dépréciation du won depuis la mi-septembre a encore assombri les perspectives économiques.

Les banques de Corée se trouvent aujourd'hui dans une situation moins confortable en termes de liquidité que celles des pays voisins. Le ratio crédit/dépôt pour l'ensemble du système bancaire est de 139 %. La proportion de la dette externe contractée par les banques à court terme est élevée. Elle s'élève à 146 milliards de dollars, soit 68 % de la dette externe totale des banques. Toutefois, ce chiffre inclut également la dette externe des branches des banques étrangères. Malgré l'implication forte du gouvernement pour assurer la liquidité bancaire, le coût de l'approvisionnement en liquidités dans le système domestique demeure très élevé. Le taux des certificats de dépôts s'élève à 6,12 % au 20 octobre 2008 contre 5,1 % fin juillet 2007.

L'économie coréenne ralentit : le taux de croissance devrait tomber au-dessous de 3 % en 2009 selon l'OCDE (après 4 % en 2008 et 5 % en 2007) puis se redresser progressivement à mesure que la situation économique mondiale s'améliore. La production industrielle et l'investissement décollent. Les exportations coréennes devraient continuer à freiner, suite au ralentissement plus prononcé de ses principaux partenaires à l'exportation (Chine, États-Unis, Japon) et ce malgré l'amélioration de la compétitivité et du prix des exportations (dépréciation du won de 50 % depuis le 1^{er} janvier 2008). Le compte courant, en surplus depuis 2000, s'est détérioré cette année. Sur les huit premiers mois de 2008, le solde courant s'élève à -7,7 Mds USD, principalement à cause d'une balance commerciale déficitaire.

Depuis septembre, les autorités qui disposent d'une marge de

manœuvre budgétaire importante, assouplissent leur politique monétaire et mettent en œuvre un plan de relance budgétaire. Elles ont aussi annoncé des mesures supplémentaires pour assouplir la liquidité des banques. L'État va garantir la dette externe des banques à hauteur de 100 milliards de dollars qui s'applique aux prêts contractés à l'étranger entre le 20 octobre 2008 et le 30 juin 2009. Cette aide leur permettra de refinancer 80 milliards de dollars de dettes qui arriveront à maturité durant cette période. Les autorités se disent prêtes à approvisionner les banques en liquidités à hauteur de 30 milliards de dollars issus de ses réserves de change en cas de besoin. Elles se sont aussi engagées à donner accès, si besoin, aux banques aux réserves de change du pays (240 milliards de dollars fin septembre 2008).

■ **Le produit intérieur brut (PIB) de la Chine** a augmenté de 9,9 % en glissement annuel au cours des trois premiers trimestres de 2008, en net retrait par rapport aux 12,2 % réalisés sur la même période de 2007. La croissance de la production industrielle est tombée à 8,2 % en septembre, et les exportations fléchissent aussi. Ce recul s'explique d'abord par une contraction des exportations sous l'effet du ralentissement américain. En effet, la Chine, devenue "l'usine du monde", est très dépendante de ses ventes à l'étranger dont la valeur ajoutée représente 11 % de son PIB ; les textiles et les vêtements chinois représentent 43 % des importations américaines en la matière.

Les investissements et les exportations nettes ont généré près des trois quarts de la demande incrémentielle chinoise au cours des dernières années. Ces deux secteurs seront ralentis par la crise – les exportations nettes, de façon directe, l'investissement, de façon indirecte.

Les faillites se multiplient : depuis début 2008, 150 000 entreprises auraient disparu.

(voir également p. 14)

■ **Le Pakistan**, dans une situation critique, a réclamé également au FMI une aide d'urgence. La roupie a perdu 25 % de sa valeur depuis le début de l'année et la Bourse de Karachi 35 %. Selon un rapport du FMI, les réserves en devises étrangères du pays couvrent ses besoins pour seulement six semaines.

■ PAYS ARABES

■ **Les événements ont démontré l'interdépendance des bourses des pays du Golfe avec les principales places financières mondiales**, malgré les réserves financières accumulées ces dernières années. Plusieurs mesures ont été annoncées : investissements publics en bourse à **Oman**, garantie des dépôts bancaires pendant trois ans et injection de liquidité dans les banques aux **Émirats arabes unis** (19 milliards de dollars), injection de liquidité également au **Qatar** ainsi que des prises de participation possibles jusqu'à 20 % dans les banques pour leur permettre de poursuivre le financement des projets d'infrastructure régionaux, et baisse des taux directeurs et de réserves obligatoires en Arabie saoudite.

■ Mi-novembre, le ministre des Finances, Karim Djoudi, a, pour la première fois, admis que la croissance économique de **l'Algérie** serait concernée, elle aussi, par les soubresauts de l'économie mondiale. Elle ne devrait pas dépasser 3 % en 2008, alors que le Fonds monétaire international tablait sur un taux de 4,9 % et les autorités algériennes sur une progression de 5,8 %.

Pour 2009, le FMI a revu son estimation à la baisse, de 4,5 à 2,5 %. Le 8 novembre, un autre ministre, et non des moindres, tirait la sonnette d'alarme : Chakib Khelil, ministre de l'Énergie et actuel président de l'Opep. "Si la crise financière perdure, prévenait-il, l'Algérie devra d'ici à trois ans réviser tout son programme

d'investissement dans le secteur pétrolier [...] Au-dessous de 55 dollars le baril, nous devrions carrément revoir tous les grands projets inscrits dans le plan de relance."

Dans la crise, la variable clé pour l'Algérie est le prix du baril de pétrole, les hydrocarbures constituant la principale source de revenus du pays. Or le prix a chuté de moitié par rapport au plus haut enregistré en juillet dernier.

(Voir également p. 36)

■ Les autres pays du **Maghreb** semblent à ce jour relativement épargnés par la propagation de la crise, en raison de la faible sensibilité de leur système bancaire et des agents économiques vis-à-vis des financements internationaux.

■ AFRIQUE

■ Le *Regional Economic Outlook* du FMI pour l'**Afrique subsaharienne**, publié au début du mois d'octobre, table sur un ralentissement du PIB réel en 2008-2009 d'un demi point de pourcentage par rapport aux 6,5 % de 2007. La crise financière globale est également ressentie sur les marchés de capitaux et de change de la région. Les taux de change des monnaies de beaucoup de pays d'Afrique sont soumis à de fortes pressions, et les marchés d'actions ont baissé de façon importante dans certains pays, en particulier en Côte d'Ivoire, au Kenya, Nigeria et Maurice.

Si la réduction de la demande adressée aux produits africains va toucher la croissance, la tendance de croissance récente reflète une amélioration des fondamentaux domestiques dans la région, à savoir moins de conflits, un processus de libéralisation et de réformes, une meilleure stabilité macroéconomique et une réduction de la dette. En outre, les systèmes financiers d'Afrique subsaharienne sont parmi les moins intégrés aux marchés financiers internationaux, et donc sont moins sensibles au *deleveraging*.

■ AMÉRIQUE DU SUD

■ Dix ans après la crise qui avait miné son système financier, les craintes de défauts de paiement de **l'Argentine** ont ressurgi après que l'État eut décidé de nationaliser les fonds de pension investis sur des marchés en pleine déconfiture. Depuis janvier, la Bourse de Buenos Aires a plongé de 56 %. La présidente Cristina Kirchner a annoncé, mardi 21 octobre, sa volonté de nationaliser le système privé de retraites en invoquant les pertes subies par les fonds de pension en raison de la crise financière internationale. La consommation a diminué. Les compressions de personnel se succèdent dans le secteur automobile.

(Voir également p. 12)

■ **Le Mexique** doit affronter aujourd'hui l'un des pires scénarios pour son économie, largement dépendante de l'or noir, qui finance près de la moitié du budget public : celui d'une dégringolade des prix du baril, conjuguée avec un déclin de sa propre production. Avec, en toile de fond, les conséquences néfastes de la récession américaine, mais aussi, au premier plan, des tensions politiques autour de la réforme du secteur pétrolier. ■