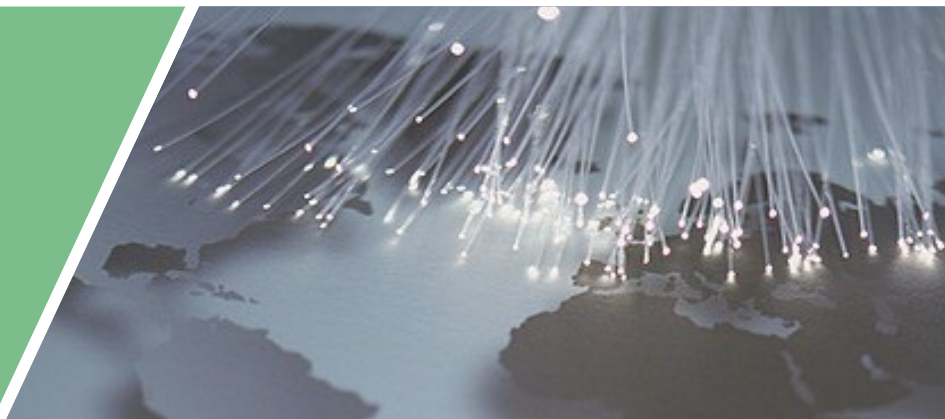


## Panorama Risque Pays



### SOMMAIRE

**/02 Les transformations du risque pays émergent,**  
par Julien Marcilly et  
Yves Zlotowski

**/02** Des sociétés plus polarisées

**/06** Des économies plus protégées

**/10** Un crédit trop dynamique

### FOCUS

**/05** Les « printemps arabes »  
deux ans après :  
l'Afrique du Nord et le Proche et  
Moyen-Orient en effervescence  
de façon durable,  
par Pierre Paganelli

**/07** Effets des contrôles de capitaux :  
l'exemple du Brésil,  
par Axelle Fofana

Dans ce panorama, Coface souligne la radicale transformation des risques dans les pays émergents. Si le risque pays traditionnel (risque souverain, vulnérabilité externe) a sensiblement diminué, trois nouveaux risques apparaissent et sont à surveiller.

#### • Le risque d'instabilité politique

Ce risque a augmenté, les sociétés des pays émergents ayant désormais de nouvelles revendications et davantage les moyens de les exprimer. Ainsi, à l'aide d'une grille de lecture renouvelée du risque politique, Coface montre que les pays de la zone Afrique du Nord / Moyen-Orient restent toujours soumis à un risque élevé d'instabilité. Le Venezuela, la Russie, la Chine, le Nigeria et le Kazakhstan doivent faire face à des pressions importantes aux changements.

#### • Le risque de protectionnisme rampant

Ce protectionnisme (financier mais aussi sur le marché des biens) est le résultat des chocs exogènes subis par les pays émergents depuis 2008. Cela implique dans le futur de possibles délais de paiements pour les importateurs, mais aussi davantage de barrières à l'entrée pour les entreprises étrangères qui souhaitent capter le dynamisme de la demande interne des économies émergentes. L'Argentine, la Russie et l'Inde, dans une moindre mesure, sont les pays à surveiller.

#### • Le risque lié au crédit bancaire

Le crédit bancaire a été très dynamique dans les pays émergents, au point de former de véritables bulles sur les marchés du crédit aux entreprises et aux ménages. Coface signale les pays où de telles bulles menacent. Des pays d'Asie émergente, certes portés aujourd'hui par une dynamique de croissance très favorable, ont des marchés du crédit à surveiller. Chili, Turquie, Russie et Venezuela affichent également des croissances excessives du crédit.

#### RESERVE

Le présent document reflète l'opinion de la direction de la recherche économique de Coface, à la date de sa rédaction et en fonction des informations disponibles ; il pourra être modifié à tout moment. Les informations, analyses et opinions qu'il contient ont été établies sur la base de multiples sources jugées fiables et sérieuses ; toutefois, Coface ne garantit en aucun cas l'exactitude, l'exhaustivité ou la réalité des données contenues dans le présent document. Les informations, analyses et opinions sont communiquées à titre d'information et ne constituent qu'un complément aux renseignements dont le lecteur dispose par ailleurs. Coface n'a aucune obligation de résultat mais une obligation de moyens et n'assurera aucune responsabilité pour les éventuelles pertes subies par le lecteur découlant de l'utilisation des informations, analyses et opinions contenues dans le présent document. Ce document ainsi que les analyses et opinions qui y sont exprimées appartiennent exclusivement à Coface ; le lecteur est autorisé à les consulter ou les reproduire à des fins d'utilisation interne uniquement sous réserve de porter la mention apparente de Coface et de ne pas altérer ou modifier les données. Toute utilisation, extraction, reproduction à des fins d'utilisation publique ou commerciale est interdite sans l'accord préalable de Coface. Le lecteur est invité à se reporter aux mentions légales présentes sur le site de Coface.

# Les transformations du risque pays émergent

Julien Marcilly, Yves Zlotowski  
Rédaction achevée le 6 mars 2013

La faillite de Lehman Brothers et ses conséquences sur les économies avancées ont radicalement changé l'évaluation du risque pays. Les risques associés à la plupart des pays avancés ont nettement augmenté, notamment en raison de l'explosion de leur dette publique et de la faiblesse de leur croissance. À l'inverse, les pays émergents sont apparus comme moins risqués : la dette publique y a poursuivi sa décrue malgré la crise, leur liquidité en devises est restée très confortable et la croissance s'est révélée robuste. Les tendances de long terme le confirment : le taux de croissance potentiel médian des économies émergentes a plus que doublé entre la période 1970-1989 et celle comprise entre 1990 et 2007, passant de 1,5 à 3,5%. Dans le même temps, l'écart-type de la croissance du PIB a baissé de 4,25 à 3,25%. Dit autrement, les pays émergents ont désormais une croissance plus forte qu'auparavant, avec des fluctuations moins marquées.

Mais leurs fondamentaux solides n'ont pas empêché l'activité des pays émergents d'être temporairement pénalisée par la récession des principales économies avancées en 2008-2009. Cette dernière a eu des effets secondaires sur leur croissance via différents canaux (commerce, investissements, banques).

Face à ce choc temporaire, les réactions des économies et des entreprises des pays émergents ont été aussi diverses que multiples. Elles peuvent être résumées en un seul mot : résistance. Cette résistance a pris plusieurs formes. Sur le plan politique, la montée du chômage et des inégalités résultant de la crise est un des déclencheurs des mouvements de protestation au Moyen-Orient et en Afrique du Nord. Sur le plan économique, cette résistance s'est d'abord caractérisée par la montée du protectionnisme sous diverses formes (protectionnisme commercial, contrôles de capitaux...). Elle s'est aussi traduite par des mesures de relance conjoncturelle d'envergure, principalement par le biais des politiques monétaires. Or celles-ci ont eu pour effet une croissance excessive du crédit dans plusieurs pays.

Ainsi, ces évolutions récentes soulignent que la nature des risques a profondément changé dans les pays émergents : le risque pays classique (risque souverain, vulnérabilité externe) semble avoir diminué, mais de nouveaux risques sont apparus. Dans ce panorama, nous nous focalisons plus particulièrement sur trois d'entre eux qui découlent en partie de la crise mondiale de 2008-2009 et pèsent aujourd'hui sur les pays émergents : le risque politique et social, le risque protectionniste et le risque de bulle de crédit.

## DES SOCIÉTÉS PLUS POLARISÉES <sup>(1)</sup>

### Une logique nouvelle des tensions politiques dans les pays émergents

La vague des révolutions arabes a constitué un véritable séisme pour le risque pays traditionnel. En règle générale, les ruptures de nature politique sont mal anticipées tant par les observateurs privés que par les chercheurs académiques. Les régimes d'Hosni Moubarak en Égypte (président de 1981 à 2011) ou de Zine el-Abidine Ben Ali en Tunisie (chef d'État tunisien de 1987 à 2011) étaient considérés comme stables. Les périodes de successions seules étaient vues comme potentiellement problématiques. Des troubles pourraient provenir de l'évolution « endogène » du régime politique lui-même, mais non de la pression « exogène » de la société.

La globalisation des protestations a également surpris. Par un jeu subtil d'imitation et de représentation, la révolution tunisienne a été suivie de soulèvements similaires : l'Égypte, la Libye, le Yémen ont été le théâtre de renversements de leurs régimes autoritaires. En outre, des manifestations ont été conduites à Bahreïn, au Maroc et en Jordanie. Mais cette vague dépasse le seul cadre des pays arabes : fin décembre 2012, à la faveur des élections législatives, des mouvements sans précédents de contestation se sont développés en Russie.

L'Inde, en 2011 puis en 2012, a été secouée par des manifestations virulentes face à la corruption puis aux violences faites aux femmes. L'Afrique du Sud a été, courant 2012, le théâtre d'un mouvement social d'une rare violence dans les mines. Ces divers épisodes de tensions paraissent peu comparables. Toutefois, ces protestations – qu'elles se traduisent ou non par des révolutions – expriment une forme d'exaspération des sociétés face à des institutions mises en demeure de répondre de leurs actions. Depuis la révolution tunisienne, les sociétés des pays émergents ont exprimé leurs tensions latentes. Qu'est-ce qui, dans ce domaine, a été ignoré ou sous-estimé par la grille de lecture du risque pays ?

### Des revendications politiques et institutionnelles

Les indicateurs traditionnels de nature économique et sociale (chômage, inégalités, inflation, PIB par habitant) restent des variables clés. Toutefois, ils n'épuisent pas entièrement la logique de « ces exaspérations ». Il est intéressant de noter que la révolution égyptienne s'est déroulée après des années de

(1) Cette partie a été rédigée avec la contribution de Guillaume Baqué.

croissance record pour l'Égypte<sup>(2)</sup> et que la Tunisie semblait un modèle de réforme. Le FMI reconnaît dans un dossier récent<sup>(3)</sup> que la stratégie de séparation entre les réformes économiques et politiques n'a pas fonctionné. Sans système de « contrôle et d'équilibre » par la société, les réformes et la croissance ont accru les inégalités et entretenu les frustrations. Marwan Muasher prend l'exemple des privatisations qui, dans un système de gouvernance défailante, s'apparentent à une captation des actifs publics par l'élite proche du pouvoir. Au total, des réformes d'ouverture économique défendues par les institutions internationales peuvent avoir eu des conséquences dévastatrices, quand elles ne se sont pas accompagnées de réformes politiques.

On constate d'ailleurs que les slogans des manifestants font fréquemment référence à la gouvernance. La question de la corruption se trouve souvent citée<sup>(4)</sup>. Le jeune vendeur de légumes tunisien Mohammed Bouazizi, qui s'est immolé par le feu à Sidi Bouzid en décembre 2010, s'était vu confisquer sa balance et sa marchandise, car il était placé à un endroit interdit (la station de taxi devant le gouvernorat). L'impact de ce geste a été immense, d'abord en raison de son caractère tragique et désespéré, mais aussi parce qu'il incarnait une impasse significative dont les citoyens ont fréquemment fait l'expérience. En l'espèce, les barrières à l'entrée handicapaient un petit entrepreneuriat synonyme de survie. La société est devenue incapable de laisser se développer des initiatives (économiques ou politiques) essentielles. Les blocages sont tels qu'ils ne peuvent être surmontés que par un acte de rupture.

Les populations des pays émergents exigent des réformes politiques et institutionnelles leur permettant une plus grande participation, tant politique qu'économique. C'est la démocratie telle que définie par Armatya Sen qui est revendiquée, c'est-à-dire une demande de participation, de délibération, de prise en compte d'aspirations nouvelles. Elle est donc plus large que la demande de scrutins électoraux formels et c'est pour cette raison que cette revendication survient également dans des pays qui ont des institutions démocratiques, à l'instar de l'Inde. Les blocages à la participation dans la vie politique ou économique ne sont pas entravés seulement par l'absence de liberté d'expression. Ils sont aussi parfois le résultat de règles informelles moins visibles et devenues insupportables. Par exemple : absence de garantie des droits de propriété, corruption et harcèlement administratifs envahissants, barrières dressées à l'épanouissement socio-économique et politique des femmes, des jeunes, etc.

### Des changements culturels profonds souvent ignorés

Si la revendication démocratique (au sens large) a été de plus en plus importante dans les pays émergents, c'est aussi parce que les sociétés ont davantage de moyens de la porter. La profondeur des sociétés civiles dans des systèmes politiques autoritaires a été sous-estimée. La prospérité économique joue un rôle moteur, en sortant les citoyens des logiques de survie. Cette évolution des besoins est caractérisée par la fameuse pyramide du psychologue Abraham Maslow qui hiérarchise les besoins des individus, selon l'idée que ces besoins évoluent au fur et à mesure de leur satisfaction. Quand les besoins de survie sont satisfaits, d'autres doivent l'être (sécurité, appartenance, estime, accomplissement, dans l'ordre défini par B. Maslow).

(2) Entre 2006 et 2008, la croissance du PIB en Égypte a été de 7% en moyenne annuelle. Entre 1998 et 2008, le PIB par tête en dollar courant tunisien est passé de 2336 à 4345 (source : FMI).

(3) Voir notamment Muasher M. (2013), Freedom and Bread Go Together, dans le numéro spécial consacré aux pays du Moyen-Orient « The Middle-East: Focus on the Future », Finance & Development, March 2013.

(4) Le thème de la corruption a été au centre des manifestations russes de décembre 2011 et janvier 2012. La lutte contre la corruption a été à l'origine du mouvement conduit par le

La montée de l'éducation des jeunes est également un moteur essentiel des frustrations. La chercheuse Florence Gaub dans sa synthèse sur les leçons à tirer des printemps arabes<sup>(5)</sup>, donne un poids important à la frustration liée à l'arrivée de jeunes diplômés sur des marchés du travail incapables de les absorber : « bien que décrites comme fortes, les institutions d'État tunisiennes furent finalement incapables de combler l'écart des anticipations (avec la réalité) que les réformes éducatives ont créées ». Enfin, le rôle des femmes dans les sociétés arabes a profondément évolué et nombre d'entre elles furent présentes dans les manifestations tant en Égypte qu'en Tunisie. Le démographe Philippe Fargues, spécialiste du monde arabe, note que dans la région MENA « si dans le passé un taux élevé de fertilité était lié aux mariages précoces et à la faible participation des femmes dans l'économie [...], le taux de fertilité des femmes est passé de 7 enfants par femme en 1960 à 2,9 en 2008 »<sup>(6)</sup>. La revendication démocratique touche donc également le thème du genre car des évolutions démographiques profondes ont changé le rôle des femmes dans les sociétés arabes.

Les réseaux sociaux constituent enfin un instrument nouveau d'expression des frustrations. Les accès Internet dans de nombreux pays émergents ont littéralement explosé. Or les réseaux sociaux jouent deux rôles. Ils constituent un moyen de mobilisation rapide, peu onéreux et mal contrôlé par les autorités. Mais plus en amont, ils se sont apparentés à une expérience démocratique, permettant à beaucoup de jeunes d'exprimer une parole libre dans un monde certes virtuel mais non hiérarchisé. Progressivement, l'écart entre les blocages de la société réelle et la liberté vécue sur la toile est devenu difficilement acceptable. On peut rappeler que l'activiste et opposant russe Alexey Navalny s'est fait connaître, entre autres, grâce à son site « rosspil » qui proposait aux citoyens russes, dès la fin 2010, de comptabiliser les détournements de fonds par les administrations lors des marchés publics, à partir de documents parfaitement officiels.

### Vers une refonte des indicateurs de risque politique

À partir de cette analyse rapide, les indicateurs du risque politique nous semblent relever de deux logiques : les pressions aux changements peuvent être mesurées par des variables qui traduiront le degré d'intensité des frustrations économiques, sociales et politiques dans un pays donné. Les inégalités, l'ampleur du chômage, les libertés politiques ou la corruption constituent les moteurs multidimensionnels de ces frustrations. Toutefois, l'existence de ces tensions, même si celles-ci sont de forte intensité, ne signifie pas que les ruptures surviennent. La capacité des sociétés à transformer ces pressions en changement effectif relève d'une dynamique de développement d'instruments qui eux seuls permettent l'expression, la canalisation et la mobilisation des mécontentements. Le développement de tels instruments de nature plutôt culturelle a joué un rôle clé dans les pays arabes. Il s'agit du niveau d'éducation, de la montée des accès à Internet, de l'urbanisation, du taux de fécondité et du taux de participation des femmes. Ces évolutions culturelles mesurent dans notre analyse la capacité d'une société à transformer les frustrations en acte politique.

militant Anna Hazare, dont le suivi par la population de la grève de la faim a provoqué de massives veillées au flambeau à Delhi durant l'année 2011.

(5) F. Gaub (2012) « Lessons Learnt : Understanding instability : Lessons from the « Arab Spring », AHRC Policy Series n°9, Arts and Humanities Research Council, Report for the "History of British Intelligence and Security Research Project" décembre 2012.

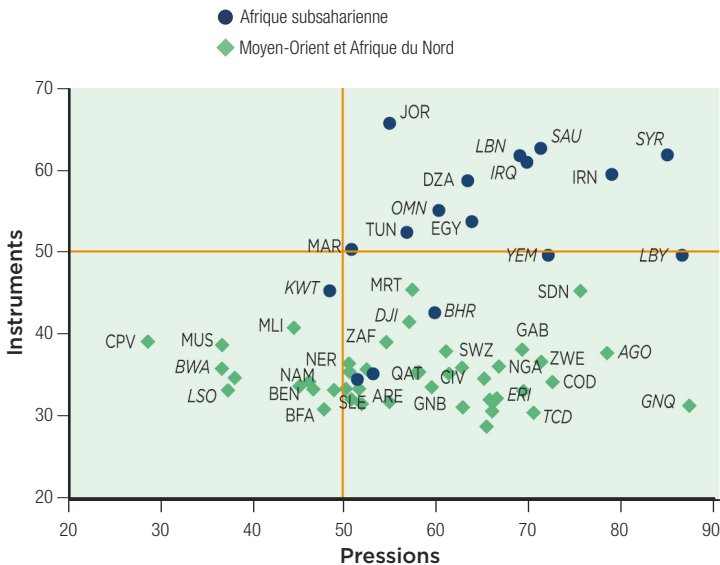
(6) Ph. Fargues (2008), Emerging Demographic patterns across de Mediterranean and their Implications for Migration through 2030, Migration Policy Institute, Transatlantic Council on Migration, novembre 2008.

Le risque politique doit donc combiner les deux types de modules, comme le résume le tableau suivant. Chacun des deux modules – pression aux changements et instruments du changement – est composé respectivement de 6 et 7 agrégats, dont le total de la pondération atteint 100%. Dans le module « pressions », le niveau de chômage, la corruption et la liberté d'expression (« expression et responsabilité ») ont les poids relatifs les plus importants, soit supérieurs à 20%.

<b>Pressions aux changements</b>	PIB/habitant * Inflation * Chômage * GINI ** Expression et responsabilité ** Contrôle de la corruption **
<b>Instruments du changement</b>	Taux d'éducation dans le supérieur ** Taux d'alphabétisation des adultes ** Accès Internet ** Proportion des jeunes ** Taux de fécondité ** Taux d'urbanisation ** Taux de participation des femmes **

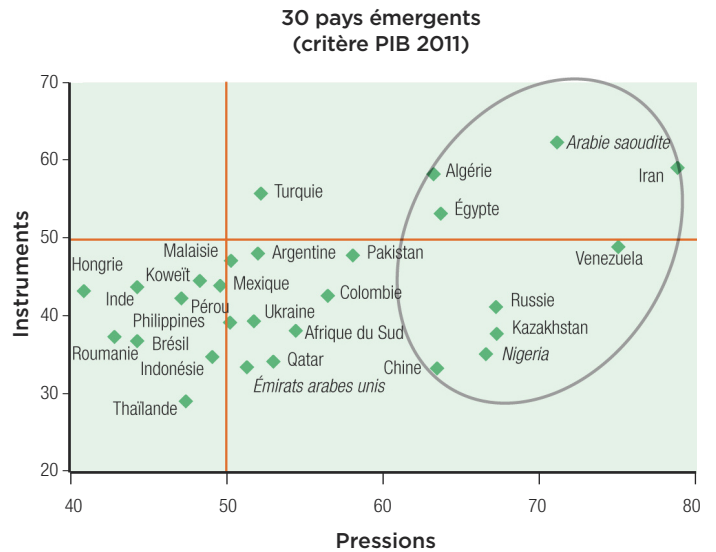
\* Source : FMI  
 \*\* Source : Banque mondiale

Dans le module « instruments » la proportion des jeunes et la participation des femmes ont des poids relatifs supérieurs à 30%.



Les graphiques combinent les deux modules : la pression aux changements (en abscisse) et les instruments du changement (en ordonnée). De nombreux pays d'Afrique subsaharienne se situent dans la partie basse droite du tableau. De fortes pressions aux changements sont associées à une relative faiblesse de présence des « instruments ».

On peut traduire ce résultat de la manière suivante : les frustrations sont immenses, mais la capacité des sociétés à provoquer des ruptures politiques est relativement limitée. On observe, en revanche, qu'une grande partie des pays de la zone Afrique du Nord / Moyen-Orient (Syrie, Iran, Liban, Jordanie, Algérie, Égypte, Tunisie, Arabie saoudite) se situe dans la partie droite haute du graphique qui combine fortes pressions aux changements et importance des instruments, ce qui s'est traduit par des changements politiques de grande ampleur, ou par des manifestations récurrentes comme en Jordanie. Un des enjeux majeurs est que les transitions politiques soient maintenant capables de traiter les frustrations qui les ont permises, ce qui est à la source de l'instabilité récurrente de la Tunisie et ou de l'Égypte post-révolutionnaires.



Si on place 30 pays émergents sélectionnés par leur importance, à nouveau la zone Afrique du Nord Moyen - Orient se distingue nettement des autres zones occupant la partie droite haute du graphique. On notera que le Nigeria, le Venezuela, la Russie, le Kazakhstan et la Chine affichent des pressions aux changements à un niveau au-dessus ou égal aux situations tunisiennes ou égyptiennes. Cette configuration appelle deux remarques :

- Dans des systèmes caractérisés par des transitions politiques incertaines comme au Venezuela (un cas d'actualité dans le contexte du décès d'Hugo Chavez annoncé début mars 2013), la polarisation peut s'exprimer de manière virulente à l'occasion des scrutins.
- La capacité des institutions d'État à répondre à des frustrations élevées est variable et n'est pas prise en compte dans ce schéma. Des systèmes – démocratiques ou non – sont parfois susceptibles de se réformer sans ruptures. À l'inverse, des régimes politiques qui subissent d'énormes pressions aux changements et une mobilisation forte de la population peuvent choisir la voie de la répression radicale, comme en Iran ou en Syrie. Les régimes en place prennent alors le risque que les ruptures soient encore plus violentes et déstabilisatrices que les révolutions tunisiennes ou égyptiennes. La répression a, de fait, entraîné une guerre civile sanglante dans le cas syrien. Le « répit » que connaissent les troubles en Iran n'est probablement pas durable.

Suite page 6



## *Les « printemps arabes » deux ans après : l'Afrique du Nord et le Proche et Moyen-Orient en effervescence de façon durable*

Pierre Paganelli

Après deux années de turbulences politiques, sociales et économiques, la transition dans les États du monde arabe ayant connu des bouleversements – Tunisie et Égypte notamment – reste problématique. En Syrie, la révolution « inachevée » a pris un tour dramatique en se muant en guerre civile. D'autres pays arabes font face depuis 2011 à une contestation politique et sociale de plus faible intensité, comme la Jordanie, le Maroc ou l'Algérie.

### **Les islamistes conservateurs confrontés au difficile exercice du pouvoir en Tunisie et en Égypte**

Dans ces deux pays, des élections démocratiques ont porté au pouvoir des partis islamistes conservateurs, auparavant illégaux, en raison notamment de leur meilleure organisation et d'un maillage de la société par leurs réseaux d'entraide. Une polarisation croissante entre les islamistes, qui font primer l'identité religieuse, et les laïcs nationalistes menace cependant la stabilité de ces pays. Ces deux pôles estiment en effet avoir une légitimité démocratique et représenter l'esprit de la révolution. Les gouvernements mis en place sont inexperimentés et ne bénéficient donc pas d'un consensus politique, alors qu'ils sont confrontés à des problèmes structurels complexes et à de fortes attentes de la population.

En Tunisie, le gouffre s'élargit entre islamistes et partis ou forces laïques, à la suite de l'assassinat de Chokri Belaïd, figure de l'opposition laïque début février 2013. Ce climat politique va retarder l'élaboration de la future constitution et la tenue des élections législatives et présidentielle, vraisemblablement reportées de juin à fin 2013. De plus, les tensions sociales augmentent, en raison du taux de chômage toujours élevé, particulièrement celui des jeunes, et de fortes inégalités sociales et géographiques. Les islamo-conservateurs affichent un programme économique libéral, mais éprouvent des difficultés à définir et mettre en œuvre une politique économique. Ce climat mine le processus de transition politique ainsi que le fragile équilibre économique et financier.

En Égypte, les larges pouvoirs que le président islamo-conservateur Mohamed Morsi, issu des Frères musulmans, s'est arrogés provoquent d'importantes manifestations depuis fin 2012, avec une polarisation entre islamistes et non islamistes. Les protestations sont également motivées par l'approbation controversée, par référendum fin 2012, d'une nouvelle constitution élaborée par une assemblée dominée par les islamistes et contestée par l'opposition. L'incertitude subsistera au moins jusqu'aux nouvelles élections législatives, initialement prévues à partir de fin avril 2013 mais suspendues à ce stade. De telles élections, en raison entre autres de leur boycott par l'opposition, pourraient cimenter le contrôle du pouvoir par les islamistes, dans un sens plus autoritaire.

Par ailleurs, l'orientation de la politique économique est incertaine, ce qu'illustre notamment la difficulté des autorités à parvenir à un accord avec le FMI, et la situation économique et financière qui s'aggrave.

### **Une situation de guerre civile en Syrie**

La répression militaire de la contestation par le régime du président Bachar al-Assad a conduit à la guerre civile. Dans ce contexte, l'isolement international de la Syrie s'est accru, le pays faisant l'objet de sanctions de la part des États-Unis, de l'Union européenne, de la Turquie et de la Ligue arabe. Toutefois, le régime syrien est susceptible de pouvoir continuer de compter sur le soutien diplomatique russe et chinois, ainsi que sur l'aide économique et militaire de l'Iran.

Malgré le contrôle accru de plusieurs zones du pays par l'armée syrienne libre et par des groupes djihadistes, ces forces disparates disposent de capacités militaires insuffisantes pour renverser rapidement le régime. Au plan politique, la coalition nationale de l'opposition formée fin 2012 ne suffit pas à atténuer les dissensions au sein de la dite opposition.

Par conséquent, le plus probable est une prolongation de la guerre civile en 2013, avec une partition de fait du pays. En définitive, le régime – dont le noyau dur est limité à la minorité alaouite (environ 12% de la population) – pourrait succomber à la montée en puissance de la rébellion armée, à une révolte sociale liée à l'aggravation de la crise économique dans laquelle le pays est plongé, à des pressions extérieures, ou encore à une combinaison de tous ces facteurs.

### **Dans les monarchies faiblement dotées de ressources énergétiques naturelles, des changements cosmétiques en Jordanie et en douceur au Maroc**

En Jordanie, des manifestations se succèdent depuis 2011 et le pouvoir reste confronté aux exigences divergentes des loyalistes et des tribus d'une part, et de l'opposition d'autre part, en particulier le Front d'action islamique, émanation des Frères musulmans, qui revendique une monarchie constitutionnelle. S'y ajoutent les problèmes liés aux rapports jordano-palestiniens à l'intérieur du royaume (les palestiniens constituant plus de 60% de la population totale). Par ailleurs, un regain de contestation est probable à cause des réductions des subventions induites par l'accord conclu avec le FMI en août 2012. Or, malgré une amorce de réformes, le roi Abdallah II – qui garde un assez large soutien dans la population et l'appui des forces armées – souhaite conserver l'essentiel du pouvoir. Dans ce contexte, la Jordanie est surexposée à l'instabilité politique régionale, particulièrement en Égypte et en Syrie, avec le risque que la chute du régime syrien renforce l'opposition islamiste et fragilise un peu plus la monarchie hachémite.

## FOCUS

### Pierre Paganelli

(suite)

Au Maroc, en réponse à une insatisfaction politique et sociale grandissante, à l'aune des révoltes dans le monde arabe, une réforme constitutionnelle, initiée par le roi Mohammed VI mi-2011, vise un rééquilibrage de la monarchie, en renforçant les pouvoirs du premier ministre et du Parlement. Elle ne modifie cependant pas l'essentiel des prérogatives du monarque chérifien, qui reste populaire. Une frange de la population se plaint néanmoins de la corruption et du clientélisme, des mouvements de contestation mettant en cause, à ce titre, certains membres du proche entourage du roi. Les élections législatives fin 2011 se sont soldées par une majorité relative du parti (islamiste) de la justice et du développement, la nomination de son dirigeant comme Premier ministre et la formation début 2012 d'une coalition gouvernementale avec trois partis laïcs. Dans ce cadre, la mise en œuvre de la nouvelle constitution semble sur la bonne voie, mais la quête d'une plus grande justice sociale sera plus problématique, impliquant ainsi un risque de tensions.

#### L'apparente « exception » algérienne

Les protestations populaires sont récurrentes en Algérie, sans présenter une réelle menace pour le régime. Après le traumatisme de la guerre civile larvée des années 1990, la population aspire plus au calme qu'à une expérience

révolutionnaire, en dépit du mécontentement populaire. De plus, grâce à la manne des hydrocarbures, le pouvoir a les moyens d'atténuer la contestation politique et sociale, en prenant, par exemple, depuis début 2011, diverses mesures comme la hausse des salaires dans le secteur public ou l'augmentation des subventions. Dans ce contexte, les élections législatives de mai 2012, marquées par un niveau élevé d'abstention, n'ont pas conduit à la prééminence de partis islamistes, la coalition nationaliste au pouvoir ayant conservé la majorité. La prochaine échéance importante sera l'élection présidentielle d'avril 2014, lors de laquelle le président Abdelaziz Bouteflika ne devrait pas briguer un quatrième mandat. Or, après l'éviction début 2013 des dirigeants des deux principaux partis de la coalition gouvernementale, l'issue de sa succession est imprévisible à ce stade. Par ailleurs, si la situation sécuritaire s'est relativement améliorée, l'activisme de groupes islamistes radicaux et terroristes s'est intensifié aux frontières sud du pays, comme en témoigne l'attaque du complexe gazier d'In Amenas en janvier 2013.

Avant une éventuelle amélioration, la situation est susceptible de se détériorer, notamment dans les pays précurseurs du changement, Tunisie et Égypte. Après des décennies de régimes autoritaires, les processus de transition seront longs et l'émergence de systèmes politiques stables dans les pays ayant connu un soulèvement prendra du temps.

## DES ÉCONOMIES PLUS PROTÉGÉES

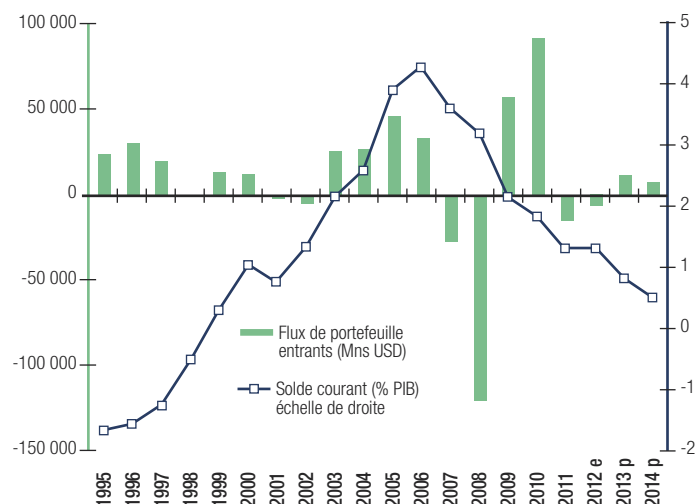
### Le recours croissant aux contrôles de capitaux

Depuis la chute de Lehman Brothers, les pays émergents ont mis en place une série de contrôles de capitaux sans précédent, pour pallier les chocs subis par les balances des paiements des économies émergentes après 2008. Les données disponibles de l'IFI (Institut de finance internationale) indiquent que les flux de portefeuille nets ont atteint le niveau de sortie record de 120,6 milliards de dollars en 2008. Deux années après, en 2010, les flux nets sont positifs et affichent un record historique d'entrées nettes de 90,8 milliards de dollars. Cette volatilité des flux spéculatifs est déstabilisante : les entrées massives provoquent de fortes appréciations des devises qui affectent la compétitivité des secteurs manufacturiers. Des sorties brutales sont périlleuses pour les entreprises ou les banques exposées au risque de change. Les contrôles de capitaux mis en place sont donc le résultat de cette volatilité. En outre, les déterminants de cette volatilité sont exogènes aux pays émergents. Contrairement aux crises des années 1990, la dynamique des flux de capitaux est en effet le résultat de la crise des subprimes et de la politique non-conventionnelle de la Fed (création de liquidités) et de la crise souveraine de la zone euro. Ces moteurs ont pour épice les pays avancés.

Dès lors, les contrôles de capitaux, d'une certaine manière légitimés, sont considérés comme une arme de protection vis-à-vis de chocs dont les pays émergents ne sont pas responsables.

Flux de portefeuille entrants et solde courant dans les pays émergents

Source : IFI



(7) Les flux de portefeuille correspondent aux achats par les non-résidents de titres obligataires ou d'actions (en faible proportion du capital total d'une entité). Ils sont par définition volatils.

(8) International Monetary Fund (2012), The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View, novembre 14.

De fait, la doctrine des institutions financières internationales a, parallèlement au retour en force des contrôles de capitaux, très sensiblement évolué. En novembre 2012, le FMI<sup>(8)</sup> (après plusieurs essais infructueux car très critiqués par l'Inde et le Brésil qui considéraient ses positions comme insuffisamment favorables aux contrôles de capitaux) a publié une « vision institutionnelle » équilibrée, qui reconnaît les bienfaits potentiels des contrôles. Ceux-ci ne sont plus considérés comme un expédient inefficace et provisoire. Leur pertinence est bien sûr discutée selon les cas, mais elle est vue comme étant reliée au degré de maturité des secteurs financiers qui peuvent, s'ils sont encore fragiles, bénéficier de leur protection. En outre, le FMI insiste sur le fait que les réformes doivent aussi venir des pays exportateurs de capitaux spéculatifs. Au total, la doctrine remet en cause le caractère systématiquement positif de l'ouverture financière.

Les mesures prises dans le sillage de la crise de 2008 englobent trois types de contrôles des capitaux qui répondent à des besoins différents. Le premier (comme la taxe brésilienne) est l'utilisation d'instruments de régulation de marchés qui agissent directement sur les flux de capitaux eux-mêmes via la taxation ou des mesures limitatives. Taxation qui vise principalement le taux de change et, à l'aune de cet objectif, son efficacité peut être discutée (cf. focus ci-dessous). Le second type de contrôle consiste à limiter la convertibilité. Il s'agit de restreindre les accès aux devises des résidents (ou inversement des non-résidents à la monnaie nationale), ce qu'illustrent les mesures mises en place en Argentine. Enfin, un troisième groupe de mesures se place plus nettement dans le champ de la réglementation prudentielle des banques. Ces mesures

tendent à limiter l'exposition des banques au risque de change (à l'instar de mesures prises en Corée du Sud). Dans le cas coréen<sup>(9)</sup>, l'objectif est de protéger le système bancaire très sensible à la volatilité du won.

La vague de contrôles de capitaux doit s'interpréter comme un recours au pragmatisme. Les autorités des pays émergents n'hésitent plus à utiliser des moyens hétérodoxes et ne se contenteront plus d'interventions discrétionnaires sur le marché des changes. Une régulation plus ferme de l'ouverture financière devient un outil pour lutter contre l'appréciation excessive des devises ou pour protéger le système financier. Cela signifie aussi concrètement des difficultés supplémentaires pour l'accès aux devises. De nombreux pays ont durci la délivrance de licences d'importation ou ont restreint l'accès aux devises des importateurs en 2011 et 2012 (Chine, Argentine, Brésil). Ce recours croissant à des mesures restrictives – qui peut certes être justifié du point de vue macroéconomique – est susceptible d'entraîner des délais de paiements plus importants pour les exportateurs. Plus globalement, les contrôles de capitaux sonnent la fin d'une idéologie qui donne l'avantage systématique à des solutions de libéralisation des marchés. L'ouverture financière depuis la crise n'est plus considérée comme une panacée ni par les pays émergents ni par les institutions financières internationales. Et la remise en question généralisée de l'ouverture systématique des marchés de capitaux concerne également de plus en plus le marché des biens et services.

(9) En novembre 2012, le passif externe du système bancaire sud-coréen représentait 187% de l'actif externe (source : FMI).

## FOCUS

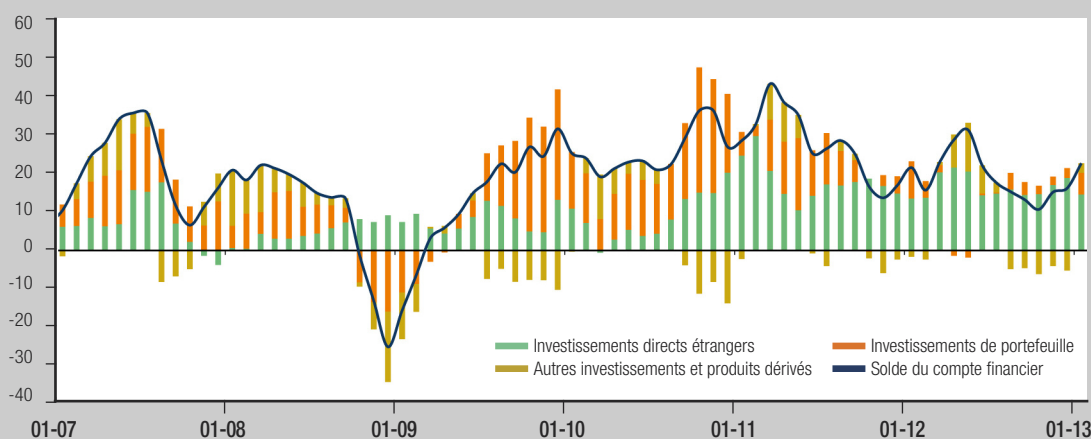
### Effets des contrôles de capitaux : l'exemple du Brésil

Axelle Fofana

Le réal brésilien s'est fortement apprécié entre fin 2008 et juillet 2011, passant de 2,6 BRL pour 1 USD à 1,53. Cette appréciation résulte notamment d'une hausse tendancielle des entrées de capitaux au Brésil depuis le printemps 2009, dans un contexte de liquidité mondiale abondante et de recherche par les investisseurs de

rendement. Les flux nets de capitaux sont ainsi passés de 3 milliards de dollars à près de 23 milliards<sup>(10)</sup> entre mars 2009 et janvier 2013 (voir graphique ci-dessous). Si le pays attire de nombreux investissements directs étrangers, la part des investissements de portefeuille, plus volatils, a aussi augmenté sur la période.

Brésil : flux de capitaux (milliards USD)



Source : Datastream

(10) Flux nets de capitaux exprimés en somme sur 3 mois.

Afin de limiter l'appréciation du réal jugée nuisible à la compétitivité du secteur manufacturier, les autorités brésiliennes ont mis en place à partir de 2008 plusieurs mesures de contrôle des capitaux :

- Un impôt sur les opérations financières (IOF) de 1,5% sur les investissements étrangers sur le marché obligataire local a été décidé en mars 2008. Supprimée en octobre 2008, lorsque le taux de change était soumis à des pressions à la dépréciation, la taxe a ensuite été réinstaurée en octobre 2009 (2%) et a augmenté en octobre 2010 (6%). Par ailleurs, une taxe de 2% a été perçue entre octobre 2009 et décembre 2011 sur les investissements étrangers en actions, afin de toucher l'ensemble des flux de portefeuille. Ces mesures ont été supprimées fin 2011 dans un contexte de forte dépréciation du réal avec le retour de l'aversion globale au risque.
- Les emprunts contractés à l'étranger ont également été soumis à l'IOF. D'abord de 2%, la taxe sur les emprunts ayant une maturité d'un an est passée à 6% en mars 2011. Cette taxe a été étendue aux titres ayant des maturités allant jusqu'à 2 ans en avril 2011, puis à des maturités allant jusqu'à 5 ans en mars 2012. Le gouvernement a alors réaffirmé sa volonté de freiner une surappréciation de la monnaie brésilienne, dans un contexte de repli de l'aversion globale pour le risque.

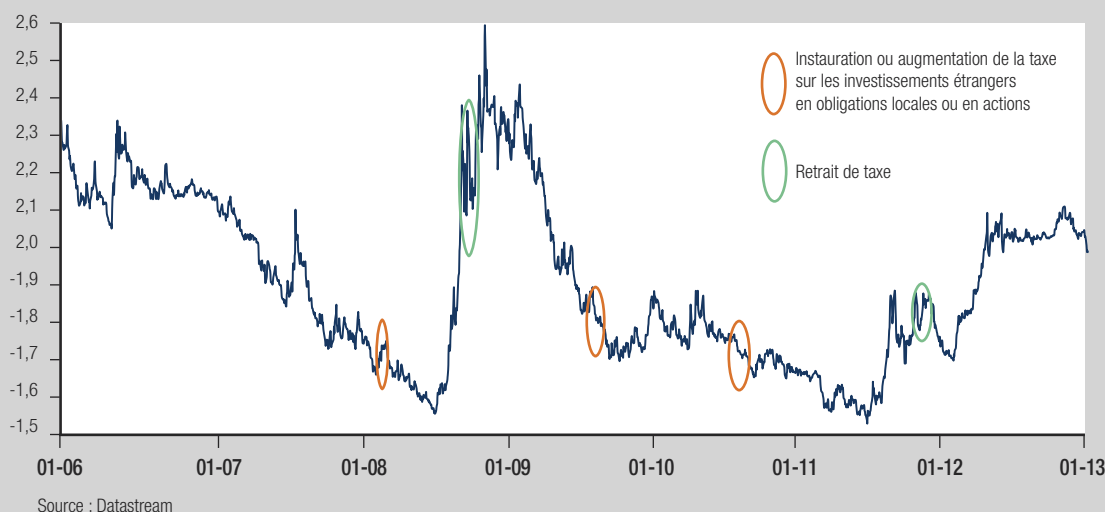
Ces mesures de contrôle ont eu peu d'effets sur le taux de change, mais ont tout de même amélioré la qualité des flux entrants :

- La mise en place de contrôles sur les flux de portefeuille en mars 2008, octobre 2009 et octobre 2010 n'a pas permis d'empêcher l'appréciation de la monnaie brésilienne à moyen terme (voir graphique ci-dessous). D'après Jinjarak, Noy et Zheng (2012)<sup>(11)</sup>, ce faible impact s'explique par le fait que la mise en place de contrôles de capitaux n'était pas considérée comme différente de la politique menée habituellement par le gouvernement et qu'elle était donc largement anticipée par les investisseurs.

Toutefois, de nouvelles taxes ont été décidées en mars 2012 et le réal s'est déprécié de 10% contre le dollar au cours de l'année. L'instauration de ces taxes pourrait expliquer en partie cette évolution. Cette affirmation reste cependant à nuancer. En effet, la banque centrale est également intervenue sur le marché des changes et a mené une politique monétaire plus souple. Par ailleurs, le Brésil a profité de la montée de l'aversion au risque à partir de fin 2011 pour voir son taux de change se déprécier (2 BRL pour 1 USD fin 2012 contre 1,75 un an plus tôt).

- Des effets de report sur les IDE : la littérature récente a conclu que les taxes sur les investissements étrangers sur les marchés locaux d'actions et d'obligations ont effectivement permis une moindre croissance des investissements de portefeuille au Brésil. Elles ont engendré un effet de report sur les IDE qui ont atteint un pic historique de près de 68 milliards de dollars en 2011<sup>(12)</sup>. Si ces effets de report ont limité l'impact sur le taux de change des mesures de contrôle, cette modification de la nature des capitaux entrants se révèle aussi bénéfique : la mise en place de ces contrôles a permis de décourager l'afflux de capitaux spéculatifs en faveur des IDE, source de financement moins volatile et permettant au Brésil de compenser la faiblesse de son investissement domestique.
- Des effets de report sur les pays voisins : d'après la Banque de France<sup>(13)</sup>, les contrôles de capitaux sont à l'origine d'effets de report sur les marchés financiers locaux des pays voisins. La hausse de la taxe sur les flux de portefeuille en obligations par le Brésil expliquerait ainsi la totalité de la hausse des flux sur les obligations mexicaines en octobre 2010. En effet, alors que la taxe sur les investissements étrangers sur le marché obligataire brésilien passait de 2% à 6% en octobre 2010, les flux entrants sur les obligations mexicaines passaient de 3,7 milliards de dollars en septembre à 5,1 milliards de dollars en octobre. Les flux sur les obligations brésiliennes passaient de 4,2 à 2,2 milliards de dollars dans le même temps. Une évolution similaire a pu être observée au Chili, en Colombie et au Pérou.

Évolution du taux de change du real face au dollar



Source : Datastream

(11) Jinjarak, Noy and Zheng (2012), « Capital controls in Brazil: stemming a tide with a signal? », document de travail, School of economics and finance, Victoria, University of Wellington.

(12) Flux nets d'IDE sur un an.

(13) Frederic Lambert, Julio Ramos-Tallada et Cyril Rebillard: « Capital controls and spillover effects: Evidence from Latin-American countries », document de travail de la Banque de France N° 357, décembre 2011.



## Le protectionnisme commercial est un risque pour les entreprises

### Le niveau de protectionnisme reste élevé

Le protectionnisme commercial représente également un risque pesant sur les entreprises des pays émergents ainsi que sur celles qui exportent vers ces pays. D'après l'OMC, l'instauration de mesures protectionnistes a nettement augmenté dans le prolongement de la crise mondiale de 2008-2009. Or, l'expérience de la grande dépression des années 1930 montre que les mesures restreignant le commerce ont tendance à devenir permanentes même si leur durée de vie initiale devait être temporaire (voir Eichengreen et Irwin<sup>(14)</sup>). La période récente le confirme : si le nombre de nouvelles mesures a crû moins fortement en 2012<sup>(15)</sup>, le stock de mesures restrictives existantes continue d'augmenter et touche désormais 4,4% des importations des pays du G20, selon l'OMC. D'après les estimations indépendantes du Global Trade Alert (GTA<sup>(16)</sup>), l'effet des mesures prises depuis novembre 2008 est même nettement plus important et toucherait au moins 10% des importations des pays du G20. Cette augmentation s'explique par le fait que seuls 21% des mesures mises en œuvre dans les pays du G20 depuis 2008 ont été supprimés.

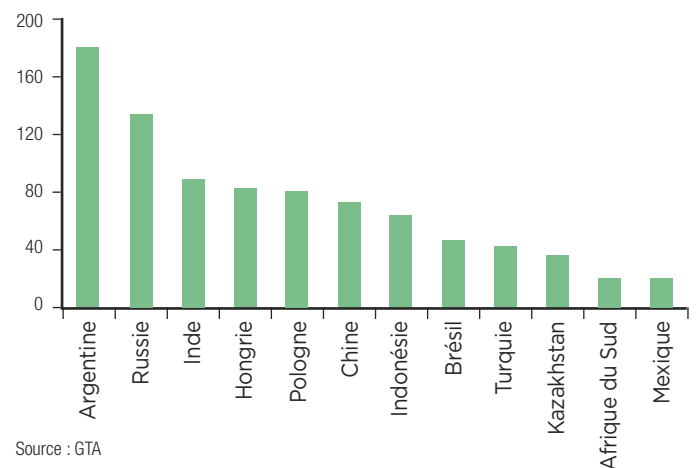
### L'Argentine et la Russie sont de loin les pays les plus protectionnistes

Le terme de protectionnisme regroupe des mesures très diverses. Il correspond à l'ensemble des mesures qui visent à favoriser les producteurs nationaux ou à défavoriser les entreprises étrangères. Les types de mesures peuvent donc être très variés : mesures tarifaires (taxes) ou non (quotas, normes), directes (taxes) ou indirectes (subventions). Les principales mesures prises dans les pays émergents au cours des deux dernières années reflètent cette diversité. Il s'agit à la fois d'accès préférentiel aux marchés publics pour les entreprises locales (Brésil, Inde, Afrique du Sud), de quotas d'importation (Argentine, Brésil, Russie) ou encore de taxes sur des importations (Chine, Argentine). Elles n'ont pas été seulement prises au niveau national : le Mercosur a, par exemple, autorisé ses pays membres à augmenter le tarif extérieur commun pour 200 produits en 2012. Cette diversité de types de mesures prises rend leur comptabilisation difficile. Par exemple, la Chine fait varier le niveau des remboursements de TVA octroyés aux entreprises de certains secteurs d'activité afin d'influer sur leur rentabilité et favoriser leurs exportations. Elle a ainsi modifié à 13 reprises le niveau de ces remboursements entre 2007 et 2010, si bien que 71% des exportations chinoises ont été affectées par ces changements en 2010, contre seulement 4% en 2007. Or, il est difficile de tenir compte de chaque changement du niveau de la TVA appliquée aux entreprises chinoises exportatrices.

C'est la raison pour laquelle il existe peu de recensements exhaustifs des mesures protectionnistes prises dans le monde. En dehors de l'OMC, le GTA fait figure d'exception : il dénombre l'ensemble des mesures prises depuis novembre 2008 qui restreignent le commerce international ainsi que celles qui le favorisent. En soustrayant des premières les secondes, nous en déduisons un « nombre net » de mesures protectionnistes existantes par pays (voir graphique ci-contre). Il ressort de ces données que l'Argentine et la Russie sont de loin les pays les plus protectionnistes (respectivement 180 et 136 mesures). L'Inde complète le podium (91). À l'autre bout de l'échelle, le Mexique ou encore l'Afrique du Sud sont des

pays peu protectionnistes (21 mesures chacun seulement). La Turquie est également relativement ouverte au commerce. Le degré de protectionnisme de la Chine semble modéré (72). À titre de comparaison, les pays développés ont en moyenne plus de mesures protectionnistes (entre 90 et 115). Enfin, le Brésil est un cas à part : il semble peu protectionniste au regard de cet indicateur synthétique, mais il convient de noter qu'un nombre important de mesures favorisant le commerce compense en partie les nombreuses mesures restrictives décidées notamment en 2012. Par exemple, dans le secteur automobile, le gouvernement brésilien a décidé d'augmenter de 30% une taxe sur les ventes de véhicules au contenu local inférieur à 65% pour faire face à l'augmentation du nombre de voitures importées. Il a aussi remis en cause l'accord de libre-échange automobile avec le Mexique et imposé des quotas. Un contenu local minimal de 65% a été imposé pour les services et les matériels pétroliers, au risque de renchérir le coût d'équipements nécessaires à l'exploitation des nouveaux champs en eau profonde. Le gouvernement brésilien a enfin adopté des exonérations fiscales pour les industries les plus concurrencées par les importations telles que le textile.

Nombre de mesures protectionnistes par pays



Source : GTA

### Ces mesures font peser un risque sur les débouchés des entreprises

Les raisons du protectionnisme sont connues : il s'agit pour un pays de préserver l'emploi à court terme en protégeant un secteur d'activité fragilisé par le ralentissement de la demande mondiale et/ou une détérioration de sa compétitivité. C'est notamment le cas de beaucoup de pays émergents ayant connu un ralentissement de la croissance en 2009 lié aux conséquences de la crise de Lehman Brothers ainsi qu'une appréciation significative de leurs devises depuis 2009. Outre ces facteurs externes, la montée actuelle du protectionnisme trouve son origine dans les changements de stratégies de croissances de pays émergents : après avoir souffert de la contraction du commerce mondial en 2009, des pays émergents ont décidé de favoriser l'essor de secteurs d'activité tournés vers leur demande interne. Dans cette optique, les décisions protectionnistes visent à protéger ces secteurs en développement.

Enfin, certains pays émergents restreignent davantage les exportations de leurs matières premières ou de produits agricoles afin de contenir les prix sur le marché local et ainsi stimuler la consommation des ménages et réduire les coûts de production des entreprises. Les restrictions d'exportations<sup>(17)</sup> de terres rares et de charbon en Chine, de coton en Inde ou encore de blé en Ukraine s'inscrivent dans cette logique.

(14) Eichengreen B. et Irwin D. (2009) : « The Slide to Protectionism in the Great Depression: Who Succumbed and Why? », National Bureau of Economic Research, document de travail N° 15142, juillet.

(15) Les mesures restrictives mises en œuvre dans les pays du G20 entre mai et octobre 2012 ont touché 0,4% des importations de la zone, contre 1,1% au cours des six mois précédents.

(16) Global Trade Alert est un fournisseur de données indépendant sur le commerce mondial ; il est piloté par le CEPR US (centre de recherche sur la politique économique).

(17) Essentiellement taxes à l'exportation et quotas.

Mais si les raisons expliquant la prise de telles mesures semblent évidentes, leurs effets sur la croissance du pays concerné sont ambigus. D'un côté, elles peuvent être considérées comme une étape nécessaire pour protéger temporairement les industries naissantes d'un pays en développement. Mais de l'autre, elles ont des effets négatifs sur la croissance si elles consistent à protéger des secteurs d'activités déclinants. Cela réduit en effet d'autant les ressources disponibles pour favoriser l'essor de secteurs d'activité générant de la croissance à plus long terme.

Plus globalement, le protectionnisme est susceptible d'avoir un effet négatif sur les débouchés des entreprises exportant vers les pays qui mettent en œuvre de telles mesures. Mais au niveau mondial, les effets semblent pour l'instant limités :

l'OMC prévoit une croissance du commerce mondial en 2013 de +4,5%, après +2,5% en 2012. C'est un niveau en ligne avec une croissance modérée du PIB qui confirme que les cycles du commerce coïncident avec ceux de la croissance. Toutefois, dans le contexte de division internationale des processus de production, notamment dans le secteur manufacturier, une poursuite de l'augmentation du stock de mesures protectionnistes aurait des effets néfastes sur le commerce mondial : des mesures protectionnistes sur un type de produit particulier sont susceptibles d'avoir des conséquences sur l'ensemble d'une chaîne de production au niveau mondial et ainsi pénaliser l'activité de toutes les entreprises participant à ce processus.

## UN CRÉDIT TROP DYNAMIQUE

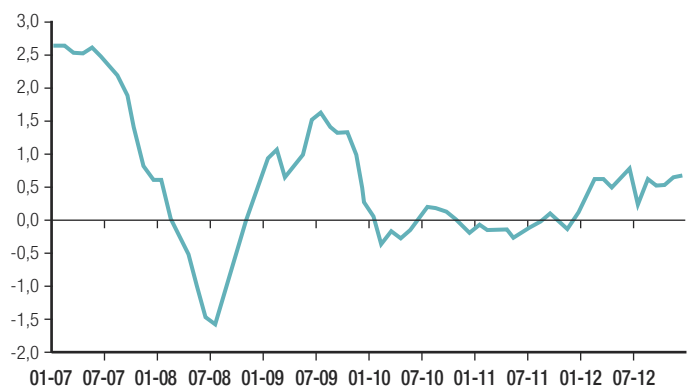
Le niveau d'endettement du secteur privé représente un autre risque pesant sur des économies émergentes. Si l'attention se focalise actuellement sur l'endettement public élevé dans la majorité des pays avancés, rappelons que les pays les plus touchés par les effets de cette crise mondiale avaient souvent pour point commun d'avoir connu des situations de boom du crédit au secteur privé au préalable (Islande, Irlande, Espagne, Ukraine, Pays baltes, États-Unis...).

Or, certains pays émergents connaissent à l'heure actuelle des croissances très soutenues du crédit aux entreprises et aux ménages. Même si les structures des économies émergentes sont différentes de celles des économies avancées, il existe un risque qu'un excès d'endettement des entreprises et des ménages ait des effets comparables sur la croissance à moyen terme.

### Les effets collatéraux des politiques monétaires expansionnistes

Plusieurs raisons expliquent cette tendance à l'augmentation soutenue de la croissance du crédit au secteur privé dans les pays émergents. Tout d'abord, les politiques monétaires ont été en moyenne expansionnistes dans le monde émergent depuis la crise de 2008-2009. Ces politiques ont favorisé une croissance soutenue du crédit bancaire. Certains pays qui avaient très significativement baissé leurs taux directeurs fin 2008 et en 2009 ne les ont pas remontés, lorsque la forte reprise de l'activité et de l'inflation s'est matérialisée en 2010 et 2011. Leurs taux directeurs restent donc aujourd'hui à des niveaux très bas, comme par exemple dans des pays asiatiques : Thaïlande, Philippines, Indonésie ou Corée du Sud. Ensuite, d'autres pays avaient des taux d'intérêt plus élevés jusqu'en 2011 et disposaient donc de marges de manœuvre monétaires mais les ont en grande partie utilisées en 2012 (Brésil, Inde). Il en résulte des conditions monétaires en moyenne très accommodantes dans les pays émergents : les taux d'intérêt réels sont restés proches de zéro (et même épisodiquement en négatif) lors de l'accélération marquée de l'activité en 2010 et 2011. Ils sont toujours à l'heure actuelle à un niveau relativement bas pour les pays émergents dans leur ensemble (voir graphique ci-contre).

Taux d'intérêt réel moyen pour 23 pays émergents\*  
(taux directeur - inflation en %) Source : Datastream



\* Chine, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Corée du Sud, île de Taïwan, Thaïlande, Brésil, Colombie, Pérou, Mexique, République tchèque, Hongrie, Pologne, Russie, Turquie, Afrique du Sud, Chili, Uruguay, Hong Kong, Israël, Kazakhstan.

Outre ces politiques monétaires expansionnistes, les lacunes en matière de règles prudentielles de l'activité bancaire et les politiques visant à favoriser le développement du système financier ont aussi joué un rôle dans l'expansion récente du crédit. Par exemple, il n'existait ni revenu minimum ni âge minimum pour détenir une carte bancaire en Indonésie jusqu'au 1<sup>er</sup> janvier 2013, tandis que le nombre de cartes par habitant était illimité. Par ailleurs, il n'y avait aucun apport minimum à fournir pour obtenir un prêt immobilier jusqu'en 2012.

### Les dangers associés aux bulles de crédit

Pointer du doigt les effets négatifs du crédit au secteur privé sur l'activité est a priori contradictoire, dans la mesure où celui-ci est un instrument de financement des entreprises et des ménages, et donc de l'investissement et de la consommation. Une accélération de la croissance du crédit doit ainsi favoriser une croissance plus soutenue de l'activité. Une étude récente du FMI<sup>(18)</sup> le confirme : une augmentation du niveau de développement financier est associée à une moindre volatilité de la croissance économique (mesurée par l'écart-type du taux de croissance du PIB). Toutefois cette étude souligne également qu'au-delà d'un certain seuil, la corrélation entre développement financier et volatilité de la croissance du PIB devient négative. Le seuil limite est atteint lorsque le ratio du volume total de crédit au secteur privé sur le PIB excède 100%.

(18) Fonds Monétaire International : « Rapport mondial de stabilité financière », chapitre 4, octobre 2012.

Mais il convient aussi de tenir compte de l'évolution de ce ratio afin d'évaluer les risques de bulle de crédit<sup>(19)</sup>. En effet, si un pays voit sa croissance du crédit augmenter très rapidement, cela est susceptible de générer des risques accrus au sein du secteur bancaire même si le niveau de l'encours total est relativement faible. Par exemple, la croissance du crédit a été supérieure à 30% par an en moyenne en Russie entre 2006 et 2011. Certes, cette forte croissance illustre en partie un processus de rattrapage financier, le ratio d'encours total de crédit sur PIB n'atteignant que 40% du PIB fin 2011. Mais elle peut aussi engendrer une hausse des prêts non-performants, si cette hausse très soutenue et rapide des crédits accordés est synonyme de plus grande souplesse des banques dans l'octroi de crédits aux ménages et entreprises. Dit autrement, dans le cas où la croissance du crédit au secteur privé est supérieure de manière durable à celle du PIB nominal, la différence entre les deux correspond à un excès de liquidités qui n'est pas absorbé par le marché des biens. Il est donc investi dans des marchés d'actifs (financiers ou immobiliers) et susceptible de favoriser la formation de bulles sur ces derniers. Pour tenir compte de cette évolution, le FMI<sup>(20)</sup> définit une bulle de crédit comme une période pendant laquelle la croissance de ce ratio excède significativement sa moyenne de long terme<sup>(21)</sup> ou lorsqu'il augmente de plus de 20 points en un an.

Gardons toutefois à l'esprit que toutes les bulles de crédit n'engendrent pas de crises financières, bien au contraire : la part des épisodes de bulles de crédit ayant débouché sur une crise dans un délai de 3 ans est d'un tiers, d'après le FMI. La probabilité que les pays en question connaissent au moins une période prolongée de croissance du PIB en dessous de leur potentiel au cours des 6 années consécutives à la fin du boom de crédit est, quant à elle, de 60%. Lors de cette période, le choc négatif sur la croissance est en moyenne de 2,2 points par an. Cela confirme que les périodes de bulles de crédit engendrent un surendettement de certains secteurs d'activité et donc un ajustement de ces derniers lorsque la croissance ralentit, même dans le cas où une crise est évitée. Ces ajustements s'expliquent souvent par un durcissement des conditions de crédit des banques à la suite d'une crise ou d'une période de ralentissement marqué de l'activité : ayant subi des pertes liées à des défauts d'entreprises et de ménages, celles-ci restreignent le crédit au secteur privé et limitent ainsi les capacités d'investissement de ces derniers.

## Diagnostiquer les bulles de crédit

Afin d'identifier les risques de bulle de crédit, nous nous sommes donc intéressés à la fois au niveau initial du ratio de crédit au secteur privé sur PIB et à son évolution. Nous avons estimé que les pays susceptibles de subir les effets négatifs liés à un boom du crédit sont ceux caractérisés par un ratio supérieur à 100% et/ou une évolution de ce dernier d'au moins 10 points au cours de l'année passée<sup>(22)</sup>.

Ces critères ont le mérite de permettre de réaliser un classement synthétique des pays émergents en fonction du risque de bulle de crédit. Mais la limite de cette analyse tient à la non prise en compte de critères plus qualitatifs. En effet, outre le niveau d'encours et leur croissance, la composition de ces prêts a une incidence sur les risques associés à l'expansion du crédit. Par exemple, les pays pour lesquels la part des crédits au secteur privé libellés en devise étrangère est élevée sont plus vulnérables en cas de bulle de crédit. La Turquie en est un exemple significatif.

De la même manière, des règles prudentielles déficientes (comme en Russie) sont aussi susceptibles d'aggraver les risques relatifs à une forte croissance du crédit.

## Une combinaison du niveau de l'encours de crédit et de sa dynamique

D'abord, la très large majorité des pays émergents a un ratio inférieur au niveau de 100% évoqué précédemment, si bien que la croissance du crédit au secteur privé y joue un rôle positif sur l'activité. Mais certains sont au-dessus ou très proches de ce seuil. L'Estonie en fait par exemple partie.

Ensuite, en observant l'évolution du ratio de crédit au secteur privé sur PIB pour l'ensemble des pays émergents, nous concluons que plusieurs pays sont aujourd'hui dans une situation de boom du crédit tel que nous le définissons, ou en sont très proches. Ils font donc face à un risque significatif de crise financière ou de croissance durablement plus faible à moyen terme. Il s'agit notamment du Chili (+15 points entre mi-2011 et mi-2012), de la Russie (+10 points), de la Turquie, du Venezuela ou encore du Cambodge (+9 points chacun). Plusieurs pays d'Amérique centrale sont également à risque d'après ce critère (comme le Guatemala, ou le Honduras).

Enfin, les pays les plus à risque sont ceux remplissant ces deux critères : le crédit au secteur privé sur PIB est à un niveau élevé et augmente rapidement. Ils sont donc les plus susceptibles de subir une crise ou au moins une période de croissance plus faible. De nombreux pays asiatiques entrent dans cette catégorie ou en sont très proches : Chine, Malaisie, Corée, Thaïlande, Singapour et Vietnam. Le Liban et le Guatemala en font aussi partie (voir graphique page 12).

## L'ouverture du compte de capital est un facteur aggravant

Outre le niveau et la croissance du ratio de crédit au secteur privé/PIB, d'autres indicateurs sont à prendre en compte pour juger de la vulnérabilité d'un pays face à un excès de crédit aux entreprises et aux ménages. En particulier, les pays ayant un compte de capital très ouvert ont plus de risque de souffrir d'une crise financière en cas de bulle de crédit. En effet, les flux de capitaux sont susceptibles de limiter les effets d'éventuelles mesures de resserrement monétaire décidées par les banques centrales. Ainsi, dans le cas où les banques centrales de ces pays décident de resserrer leur politique monétaire pour limiter la croissance du crédit, ces flux de capitaux en limiteront les effets. L'augmentation des investissements étrangers, notamment sur les marchés obligataires locaux, assouplit les conditions de financement des entreprises et des ménages. Ces flux de capitaux limitent donc les canaux de transmission de la politique monétaire : les taux longs ont baissé en 2010 en Malaisie, en Corée du Sud ou encore au Brésil alors même que les banques centrales de ces pays augmentaient leurs taux d'intérêt directeurs.

Dans ce contexte, la faible ouverture de la Chine aux capitaux étrangers est un facteur qui atténue le risque lié à la forte croissance du crédit au secteur privé au cours des dernières années. À l'inverse, la Malaisie, la Corée du Sud ou la Thaïlande apparaissent comme des pays plus vulnérables au regard de ce critère. L'île de Taïwan se trouve dans une position intermédiaire.

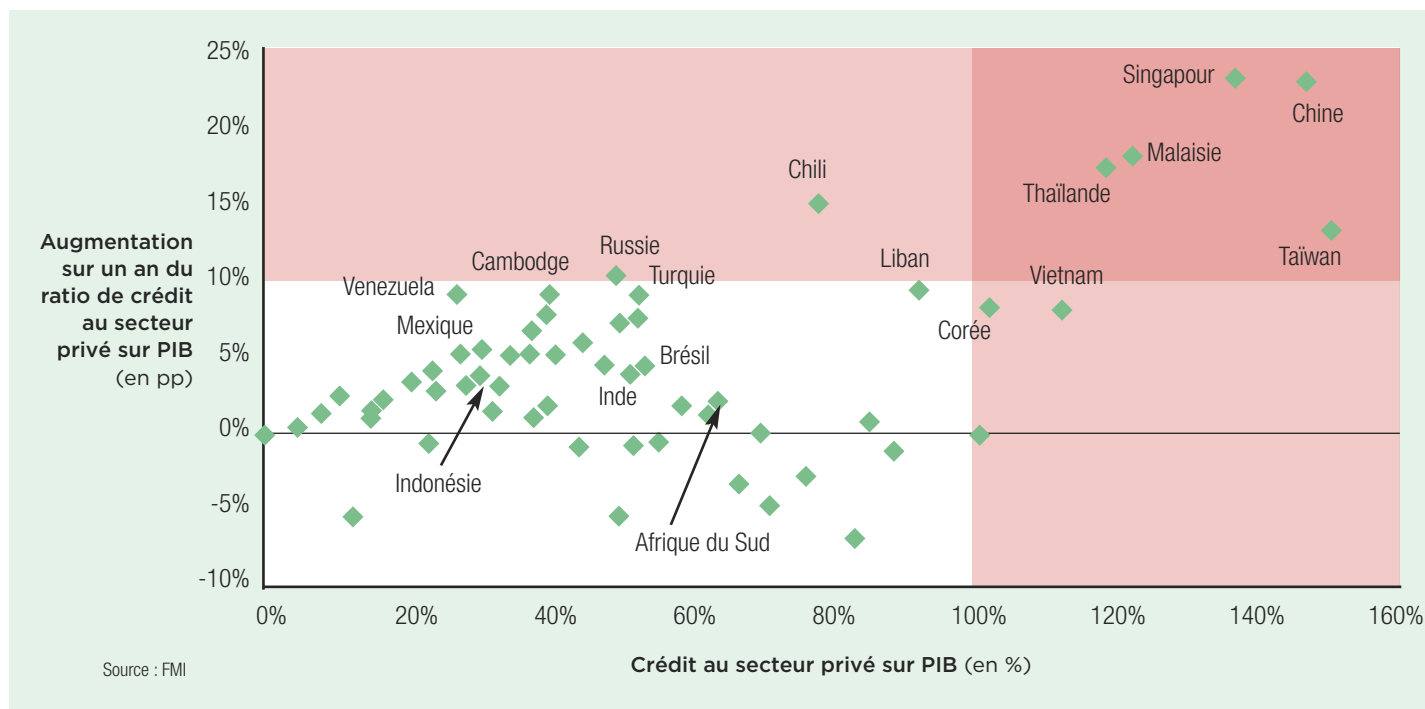
(19) Voir par exemple BNP Paribas : « Country Risk Overview », Direction de la Recherche Economique, février 2012.

(20) Fonds Monétaire International : « Policies for Macroeconomic Stability: How to deal with Credit Booms », Staff Discussion Note 12/06, juin 2012.

(21) Différence entre la croissance réalisée et la croissance moyenne de long terme supérieure à 1,5 écart-type et croissance du ratio de crédit au secteur privé sur PIB supérieure à 10 points.

(22) Année allant de mi-2011 à mi-2012.

**Pays émergents : niveau et croissance du ratio de crédit  
au secteur privé sur PIB (2012)**



**Les pays les plus risqués sont en Asie**

En résumé, l'existence de bulles de crédit ne signifie pas qu'une crise est imminente dans les pays qui la subissent, mais cela implique qu'un risque d'ajustement marqué de la croissance (via une crise ou de manière plus graduelle) y est probable à moyen terme. Plusieurs pays asiatiques semblent être particulièrement exposés à ce risque. Viennent ensuite le Chili, la Russie, la Turquie et l'Afrique du Sud.

La résilience de la croissance ainsi que l'amélioration des fondamentaux souverains et externes ne signifient pas que le risque pays a disparu dans les pays émergents. Cette étude met en évidence la montée de nouveaux risques qui doivent être surveillés avec attention en 2013 et 2014. Afin de suivre ces risques transformés, Coface met l'accent sur de nouveaux indicateurs. En particulier, son diagnostic politique et social souligne le caractère persistant du risque d'instabilité au Moyen-Orient et en Afrique du Nord. Notre indicateur synthétique de bulle de crédit fait ressortir les pays asiatiques. Enfin, le risque protectionniste est également à surveiller dans le monde émergent, notamment en Argentine et en Russie.