
CONFÉRENCE - DÉBAT - ROUEN

CRISE ASIATIQUE ET SITUATION DES PAYS EMERGENTS

par Jean-Paul DORCHE

LE 6 novembre 1997



SUCCESSALE DE ROUEN

Cette soirée termine le cycle 1997 des conférences-débats que nous avons mis en place à la Banque de France de Rouen.

Cette année, nous avons mis plus fortement l'accent sur la préparation de l'Europe économique et monétaire et sur l'ouverture internationale.

Au terme d'une semaine de turbulences sur les marchés financiers, il m'a paru intéressant d'organiser, en urgence, une information à destination des responsables d'entreprise sur les perspectives des pays émergents, qu'il s'agisse de la zone asiatique, des pays d'Europe centrale et orientale ou des pays d'Amérique latine.

La chute des bourses a donné lieu à beaucoup de déclarations. Les marchés ont été désemparés par une absence de visibilité face à un problème qui est devenu partiellement d'ordre systémique, en témoigne la contagion des turbulences à l'Amérique latine.

La crise asiatique actuelle est aussi bien bancaire, financière et économique que politique dans certains cas, et devrait encore se prolonger.

Ainsi la chute des devises de la région va tôt ou tard engendrer des problèmes de compétitivité pour la Chine. De même, le Japon apparaît le premier touché, compte tenu du degré d'exposition des banques nippones sur l'Asie du Sud-Est.

*Pour nourrir notre réflexion et traiter de ce sujet très riche et d'une grande actualité qu'est **la crise asiatique et la situation des pays émergents**, Jean-Paul DORCHE est particulièrement qualifié.*

Jean-Paul DORCHE a été, notamment, attaché financier pour l'Amérique latine en poste à Mexico de 1982 à 1985 avant de rejoindre la Direction Générale des Études de la Banque de France.

Il est actuellement chef du service d'études sur l'économie internationale. Il participe régulièrement à des cycles de conférences ou à des réunions pour le compte de la Banque de France, au Centre d'études monétaires latino-américain, à la Banque du Mexique ou la Banque de Russie.

Hubert BAUDRY

CRISE ASIATIQUE

ET SITUATION DES PAYS EMERGENTS

(Déterminants macro-économiques de la crise asiatique et grille de lecture de cette crise)

La crise dite asiatique et ses conséquences sont d'une extrême complexité. Contrairement à la crise mexicaine de 1994/1995, elle a débuté lentement, puis s'est étendue à d'autres pays et se trouve aujourd'hui toujours en mouvement.

Il existe une demande très forte du public pour cerner les effets de cette crise sur les pays industriels et spécialement sur l'Europe, mais les simulations économétriques sont obligées de la figer artificiellement à un moment donné.

On essayera surtout ici de rechercher les racines macro-économiques de la crise (I) puis de proposer une grille de lecture de celle-ci, qui puisse être utile au delà du moment présent (II).

I - SITUATION ET PERSPECTIVES DES PAYS EMERGENTS ET EN TRANSITION DANS L'ECONOMIE MONDIALE

Les principaux paramètres concernant ces zones ne sont pas toujours bien connus. Un rappel très simple permet de voir sur quels soubassements macro-économiques s'est inscrite la crise asiatique.

Celle-ci survient dans un contexte de **croissance mondiale** historiquement élevée et en accélération (4,4 % prévus en mai dernier pour 1997 et 1998, contre 4,1 % en 1996).

CROISSANCE EN VOLUME

Ensemble du monde

(en volume, variation en %)

	1996	Prévisions pour 1997		Prévisions pour 1998	
		05/97	10/97	05/97	10/97
Monde	4.1	4.4	4.2	4.4	4.3
Pays développés	2.7	2.9	3.0	2.9	2.9
Ensemble des pays en développement	6.5	6.6	6.2	6.5	6.2
Commerce mondial de biens et services	6.3	7.3	7.7	6.8	6.8

Source : FMI

Cette accélération était particulièrement visible à la fin du deuxième semestre 1997, en particulier pour les pays en développement. Le rythme d'expansion de ces derniers pays était, depuis plusieurs années, plus de deux fois supérieur à celui des pays industriels. Depuis plusieurs années également, le développement du commerce mondial est plus rapide que celui de la croissance globale (il n'en a pas toujours été ainsi).

Bien entendu, c'est dans les pays asiatiques que la croissance est de loin la plus forte des pays émergents et ce, même dans les dernières prévisions du FMI pour 1998, publiées en octobre, soit bien après le déclenchement de la crise asiatique. Notons néanmoins qu'un certain ralentissement était depuis longtemps prévu pour ces pays : la plupart d'entre eux se considéraient comme en surchauffe et essayaient de ralentir leur rythme de croissance. La crise des semi-conducteurs avait aussi joué un rôle dans le ralentissement tendanciel de l'activité en Asie. Il existait aussi une **fragilité des systèmes bancaires**, que la très forte croissance avait tendance à cacher.

CROISSANCE DES PAYS EN DEVELOPPEMENT

(en volume, variations en %)

	1996	Prévisions pour 1997		Prévisions pour 1998	
		05/97	10/97	05/97	10/97
Afrique.....	5.2	4.7	3.7	4.8	5.0
Asie	8.2	8.3	7.6	7.7	7.4
Moyen-Orient.....	4.8	3.9	4.6	3.9	4.2
Amérique latine.....	3.4	4.4	4.1	5.1	4.4

Source : FMI

Dans les pays en transition, la croissance s'affirme en 1997 et devrait devenir un élément de soutien de la conjoncture mondiale dès 1998, mais la question reste ouverte de l'aptitude de ces pays à soutenir une expansion forte sans déstabilisation macro-économique.

CROISSANCE DES PAYS EN TRANSITION

(en volume, variation en %)

	1996	Prévisions pour 1997		Prévisions pour 1998	
		05/97	10/97	05/97	10/97
		Ensemble des pays en transition....	0.1	3	1.8
Europe centrale et orientale.....	1.5	3.3	2.1	4.7	3.6
Russie.....	-1.9	3	1.5	4.9	4.9

Source : FMI

Ces bonnes perspectives de croissance des pays émergents et en transition peuvent avoir un coût : on peut en effet se demander s'il n'existe pas de phénomènes de surchauffe (entendus au sens large comme une difficulté à soutenir sans déséquilibres un rythme de croissance durablement élevé).

Ces phénomènes ne se manifestent pas dans les **indices de prix à la consommation** : au contraire, c'est plutôt à une désinflation mondiale que nous assistons, spécialement dans les pays en développement, lesquels devraient connaître en 1998 (certainement pour la première fois) une inflation à un chiffre seulement. On remarque en particulier l'évolution favorable de l'Amérique latine, surtout due au Brésil (passé en trois ans d'une inflation à 4 chiffres à un glissement annuel des prix de 7 %).

LA DESINFLATION MONDIALE

(taux annuel, variations en pourcentage)

	Moyenne 89/98	1996	1997	1998
Pays industriels.....	3,1	2,3	2,0	2,1
Ensemble des pays en développement.....	34,5	13,2	10,0	8,9
dont :				
Asie	8,8	6,6	5,8	5,9
Amérique latine	122,0	20,5	13,5	10,3
Ensemble des pays en transition	115,5	40,4	32,3	14,1

Source : FMI

Notons qu'au delà des indices de prix, une certaine forme d'inflation a pu se manifester dans les prix des actifs : les "bulles" boursière et immobilière ont joué un rôle incontestable dans la genèse de la crise asiatique.

Les phénomènes de surchauffe ne sont pas non plus visibles dans les **déficits publics**, dont la tendance est plutôt en progrès (encore qu'il y aurait beaucoup à dire sur la fiabilité des chiffres du secteur public dans les pays émergents et en transition).

SOLDE GENERAL DES FINANCES PUBLIQUES DANS LE MONDE

(en pourcentage du PIB de chaque zone)

	1995	1996	1997	1998
Pays industriels.....	-3,2	-2,6	-1,5	-1,2
Ensemble des pays en développement.....	-3,1	-2,8	-2,9	-2,7
Ensemble des pays en transition	-3,9	-4,1	-4,3	-3,0

Source : FMI

Mais croissance forte, inflation faible et déficits publics soutenables cachent des déséquilibres des **échanges extérieurs** qui se manifestent dans pratiquement toutes les zones, ainsi que le suggère le tableau suivant.

DEFICITS COURANTS EN POURCENTAGE DU PIB

PAYS	1996	1997
Argentine.....	-1,9	-3,2
Brésil.....	-3,2	-4,5
Chili.....	-4,1	-3,4
Chine	0,5	0,3
Malaisie	-5,2	-5,8
Pakistan.....	-6,8	-6,7
Philippines.....	-4,3	-4,3
Thaïlande	-7,9	-5,0
République tchèque	-8,1	-7,2
Hongrie.....	-3,8	-3,9
Pologne	-1,0	-4,9

Source : World Economic Outlook

Ces déséquilibres étaient souvent dénoncés avant la crise : par exemple, le risque thaïlandais était identifié depuis plus d'un an, mais ce pays n'a pas toujours suivi les recommandations des organisations internationales. La surprise, si surprise il y a eu, est venue plutôt de la contagion vers d'autres pays perçus à tort comme moins risqués.

Les **causes de ces déséquilibres** sont multiples : outre une croissance forte, une tendance au surinvestissement, des monnaies souvent surévaluées et un endettement à court terme excessif, on peut citer l'importance des entrées spontanées de capitaux, qui ont souvent contribué à gonfler à l'excès la demande interne. C'est particulièrement vrai pour la zone asiatique, qui, bénéficiant déjà d'un taux d'épargne élevé, était **surfinancée** avant la crise : les entrées de capitaux dépassaient largement le déficit courant de l'ensemble de la région.

En ce sens, on peut dire qu'il existe une certaine responsabilité des investisseurs des pays industriels, qui ont souvent développé, un peu à l'aveuglette, une sorte "d'asiolâtrie financière".

La plupart de ces pays d'Asie avaient d'ailleurs mis en place des réglementations restrictives pour freiner les entrées, en privilégiant les investissements directs au détriment des investissements de portefeuille, et il n'est d'ailleurs pas indifférent de constater que le pays où la crise asiatique s'est déclenchée, la Thaïlande, était pratiquement le seul à n'avoir pas mis en oeuvre ce type de mesures restrictives.

Ceci amène à l'analyse présente de la crise et à ses conséquences éventuelles, en répétant qu'il s'agit d'une crise encore **en mouvement**, dont les effets ne peuvent par conséquent être pleinement appréciés.

II- PROPOSITION D'UNE GRILLE DE LECTURE DE LA CRISE

Cette grille est utilisée à la Direction des Etudes depuis le début de la crise. Bien entendu, les réponses varient en permanence en fonction des développements les plus récents. On peut diviser les pays d'Asie (Hors Japon) en 3 groupes :

- le groupe 1, celui des pays les plus fragiles, est composé des pays ayant les premiers subi la crise : Thaïlande d'abord, puis Indonésie, Philippines et Malaisie. L'importance de ces pays dans le commerce mondial est relativement modeste (25 % des importations de l'Asie hors-Japon) ;

- le groupe 2 est composé de pays a priori plus solides : Hong Kong, Taiwan, Singapour et la Corée du sud, ce dernier pays ayant aujourd'hui rejoint ceux du groupe 1 ; beaucoup plus importants, ces pays représentent 60 % des importations de la région ;

- enfin, la Chine, dont il n'est pas étonnant que, par son gigantisme même, elle constitue un groupe à elle toute seule. Elle ne représente toutefois que 15 % des importations de la zone : c'est surtout par la rapidité de la progression du commerce, mais aussi par les anticipations de projets et les implantations récentes que les relations des pays industriels avec la Chine sont importantes.

A partir de là, on peut se poser quelques questions :

1) la crise des pays du groupe 1 a-t-elle fini de s'approfondir ?

Du point de vue des dépréciations monétaires et boursières, il semble qu'un certain plancher ait été atteint. Le problème est maintenant de **gérer, avec l'aide du FMI, les conséquences de ces dépréciations en termes macro-économiques, financiers et sociaux**. Du point de vue du secteur réel, elles sont encore impossibles à prévoir : comme toujours en pareil cas, les prévisions de croissance tendent à suivre l'évolution conjoncturelle, ainsi que le montre le tableau suivant sur la Thaïlande.

THAÏLANDE

Prévision pour 1997 publiée au mois de

	mars	avril	mai	juin	juillet	août	septembre	octobre	novembre
PIB	6,1	5,9	5,6	5,3	3,4	1,9	1,6	1,4	0,9
FBCF	6,3	5,5	5,1	4,9	2,6	-0,4	-0,8	-1,0	-2,7

Source : Asia Pacific Consensus Forecast

On voit que, depuis le mois d'août, la prévision d'investissement est devenue négative, ce qui est à rapprocher des multiples annulations de projets d'infrastructure. Heureusement, comme nous l'avons noté plus haut, la Thaïlande et les autres pays du groupe 1 ne représentent qu'une part relativement modeste de la zone asiatique. Plus inquiétante est la tendance à une contagion aux pays du groupe 2.

2) Dans quelle mesure la crise des pays du groupe se transmet-elle à ceux du groupe 2 ?

Observons d'abord que la situation macro-économique de ces derniers pays est fort différente de celle des quatre autres puisque, hormis la Corée du sud, ils ont un excédent courant (Taiwan, Singapour) ou un solde pratiquement équilibré (Hong Kong) : le marché, qu'on dit souvent peu attentif aux fondamentaux, s'est bien attaqué en priorité aux pays macro économiquement déséquilibrés. La Corée du Sud, aujourd'hui en crise, était bien le moins équilibré des pays du groupe 2, avec de graves difficultés bancaires nées de la faillite de grands conglomérats (groupe Kia).

Jusqu'à présent, la contagion sur Hong Kong, dont le taux de change est rigoureusement fixe par rapport au dollar, ne s'est pas vraiment produite. De leur côté, Singapour et Taiwan peuvent se permettre de laisser glisser leur monnaie, d'une manière assez souple et discrète, si bien qu'un jour le dollar de Hong Kong pourrait se trouver beaucoup trop surévalué au sein de l'ensemble régional. A cette menace tout à fait réelle d'éclatement de la caisse d'émission, l'économie de Hong Kong répond aussi d'une manière astucieuse par un ajustement en baisse des prix des actifs, en particulier de l'immobilier : puisque la dévaluation est impossible, c'est par le niveau général des prix (notoirement jugé très élevé) que tend à se faire l'ajustement.

3) Le concept de crise asiatique ne doit-il pas désormais inclure le Japon ?

Certainement oui : le Japon était déjà, bien avant le déclenchement de la crise, en difficultés conjoncturelles (recul du PIB au 2e trimestre) et structurelles (système financier).

Or, c'est à l'évidence le Japon qui, parmi les grands pays industriels, subit le premier les effets négatifs de la crise, même si ses entreprises délocalisées dans les pays voisins pourront tirer parti des dévaluations.

La situation de la deuxième économie mondiale (20 % du PIB de l'OCDE) est inquiétante : croissance zéro, tendances déflationnistes, banques en faillite. Tout n'est pas noir cependant : la production industrielle, par exemple, reste en augmentation.

4) La crise asiatique peut-elle avoir un effet de contagion sur d'autres pays émergents, par exemple en Amérique latine ou dans les pays d'Europe Centrale et Orientale ?

En fait, on constate un double mouvement tendanciel :

- d'une part, les capitaux qui fuient l'Asie cherchent à se placer ailleurs ; ils influencent ainsi le cours des obligations dans les pays industriels ("flight to quality") mais parfois aussi les prix des actifs dans certains pays émergents ;

- d'autre part, la méfiance vis-à-vis des pays d'Asie tend à rejaillir sur l'ensemble des pays émergents et en transition (recul de la bourse au Brésil, en Russie, etc.).

Jusqu'à présent, **il n'y a pas eu de répercussions graves hors de l'Asie, mais le point important (et ceci nous ramène à la première partie de cet exposé) est de savoir dans quelle mesure certains pays sont macro-économiquement ou financièrement déséquilibrés** : en Amérique latine, le Mexique est en reprise depuis à peine deux ans et ses déficits extérieurs sont soutenables. En revanche, le Brésil a une monnaie notoirement surévaluée, et le Chili, qui reste un modèle de réussite en Amérique latine, n'en doit pas moins ajuster sa politique économique pour résorber le déficit courant apparu depuis peu.

En Europe centrale et orientale, la plupart des pays doivent effectuer de douloureuses politiques d'ajustement, soit à la suite d'une crise (Bulgarie), soit pour l'éviter (Pologne), tandis qu'en Russie la Bourse a fortement baissé (il est vrai que sa progression dans la période précédente avait été la plus forte du monde).

Certains observateurs pensent d'ores et déjà que la crise dite asiatique est en fait une crise globale des pays émergents.

5) La crise a-t-elle un effet sur les marchés mondiaux de matières premières ?

On observe un double mouvement, d'origine complètement différente :

- sur les matières premières minérales, la crise a eu un effet plutôt dépressif dans l'ensemble. Les actions des entreprises minières ont chuté. La crise asiatique a certainement accentué le récent repli de l'or (qui a aussi d'autres raisons) et en ce sens on peut dire qu'elle favorise des anticipations désinflationnistes, voire déflationnistes ;

- en revanche, l'ouragan "El niño" a poussé à la hausse les produits agro-alimentaires, si bien que l'incidence récente de la zone asiatique sur l'ensemble des marchés de matières premières est difficile à cerner.

6) Quel est l'effet de la crise sur les pays industriels, spécialement en Europe ?

On a pu voir dans les prévisions du FMI datant d'octobre que la première vague de la crise a conduit cette institution à prévoir un très léger ralentissement de la croissance mondiale, n'entamant pas vraiment le dynamisme de l'expansion attendue.

Plus récemment, des simulations économétriques effectuées à la Banque (fondées sur une dépréciation monétaire de 10 % dans la zone Asie hors-Japon et sur une progression des importations ramenée de 7 % à 0 %) permettent d'escompter un ralentissement très modéré de la croissance en Europe (0,2 % à 0,3 %).

Aux Etats-Unis, il existe deux écoles, certains économistes considérant que la crise pourrait finalement être bénéfique pour l'économie américaine (baisse du dollar et compétitivité accrue des entreprises, stimulées par une concurrence asiatique plus intense).

Le point le plus délicat reste néanmoins l'appréciation des conséquences économiques des **difficultés bancaires** des pays asiatiques, qui ne peuvent pas en fait être chiffrées (ce qui ne veut pas dire qu'il faille s'en exagérer l'ampleur).

7) Peut-on redouter une incidence forte de la crise sur les grands marchés boursiers ?

Deux épisodes aigus ont déjà été notés, le premier en août et le second en octobre après la chute du marché de Hong Kong, qui avait précisément fait craindre une forte contagion aux pays du groupe 2. Par la suite, les difficultés en Corée n'ont guère eu d'incidence sur la Bourse, non plus d'ailleurs que les faillites d'organismes financiers au Japon.

Jusqu'à présent, les marchés ne semblent pas croire à une aggravation majeure de la crise, mais il serait hasardeux d'étendre cette remarque au delà du moment présent, car l'expérience récente a montré que le climat peut être très changeant.

8) Faut-il redouter une perturbation des flux financiers internationaux, avec des répercussions sur les marchés obligataires ?

Comme l'a fait remarquer Mme Flouzat, le "flight to quality" a favorisé une sorte de bulle sur les cours des obligations, les taux longs aux Etats-Unis étant récemment passés sous les 6 %. Il y a donc de très fortes plus-values latentes, mais aussi des risques de baisse.

Beaucoup d'observateurs redoutent qu'une augmentation des besoins de liquidités au Japon ne conduisent le premier créancier mondial à rapatrier des fonds provoquant une chute des cours des obligations très préjudiciable au climat des marchés, puis à la croissance économique. **Cette hypothèse ne paraît absolument pas être un sujet d'inquiétude aux Etats-Unis.**

9) Les Banques centrales prennent-elles en compte la crise asiatique dans leurs décisions de politique monétaire ?

Oui, et ce, depuis le début de la crise, mais cela ne veut pas dire pour autant que les décisions des instituts d'émission seront influencées par cette crise : ils continueront de mettre au premier rang les grands objectifs de stabilité des prix interne, comme la loi leur en fait obligation.