

La transmission internationale des crises : le cas des pays émergents

Analyse des développements de la crise contemporaine

14 octobre 2010

Jean-Pierre Allegret

GATE LSE – CNRS – Université de Lyon – Université de Saint-Etienne – ENS Lyon



1- L'impact de la crise sur les pays émergents : un modèle

- Blanchard, Das et Faruqee (2010)
- Deux chocs externes :
 - un choc de type commercial : baisse importante des exportations et / ou des termes de l'échange
 - un choc financier : recul important des entrées nettes de capitaux.
- Deux relations d'équilibre :
 - la balance des paiements
 - le marché des biens

1.1- Equilibre de la balance des paiements

- Entrées nettes de capitaux

$$F = F(\hat{r} - r^* - (1 + \theta)x, D) \text{ avec } \frac{\partial F}{\partial (\hat{r} - r^* - (1 + \theta)x)} > 0, \frac{\partial F}{\partial D} < 0 \text{ et } \theta > 0$$

- La relation peut se réécrire :

$$F = F(r - r^* - \theta x, D) \quad (1)$$

- Exportations nettes en termes de produits domestiques :

$$NX = NX(e, Y, Y^*) \text{ avec } \frac{\partial NX}{\partial Y} < 0 \text{ et } \frac{\partial NX}{\partial Y^*} > 0$$

- Condition d'équilibre de la BP :

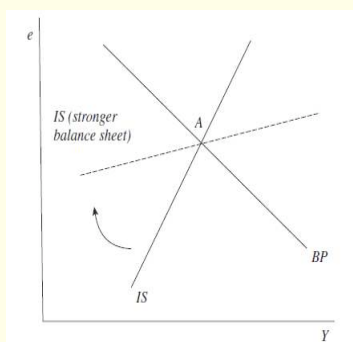
$$F(r - r^* - \theta x, D) + eNX(e, Y, Y^*) = \Delta R \quad (2)$$

1.2- Equilibre du marché des biens

$$Y = A(Y, r + x, D/e) + G + NX(e, Y, Y^*) \quad (3)$$

1.3- Les effets des chocs financiers et commerciaux

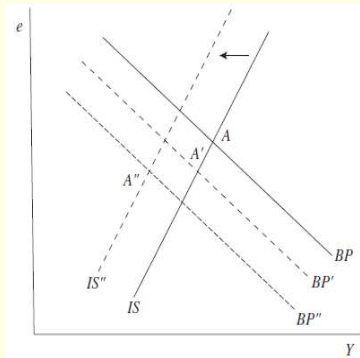
Graphique 1 Equilibre de la production et taux de change



Source : Blanchard *et al.*, p271

Accroissement du biais domestique Accroissement du risque perçu

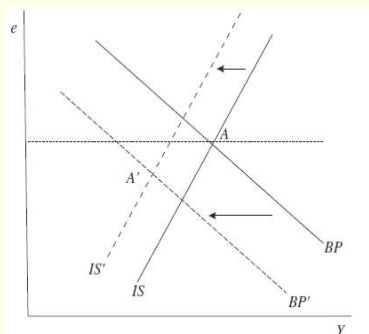
Graphique 2 Effets des chocs financiers sur la production et le taux de change



Source : Blanchard *et al.* (2010), p.272.

Le choc commercial : la baisse de la demande étrangère

Graphique 3 Effets d'un choc commercial sur la production et le taux de change



Source : Blanchard *et al.* (2010), p.273

2- L'influence des perturbations financières des pays développés sur les pays émergents

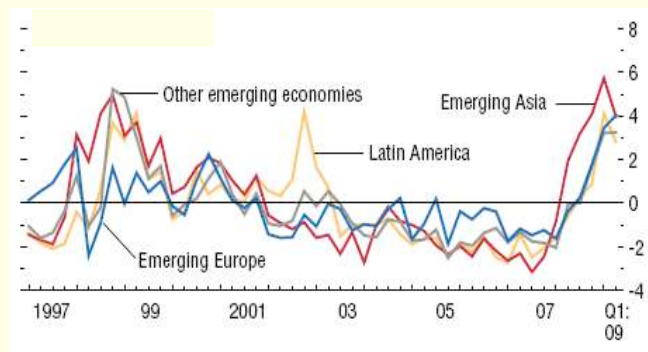
- Mesure de l'indice :

EM-FSI = β + Rendements boursiers + Volatilité des cours boursiers + EMBI + Indice de pressions spéculatives sur le marché des changes

- Le *beta* bancaire :

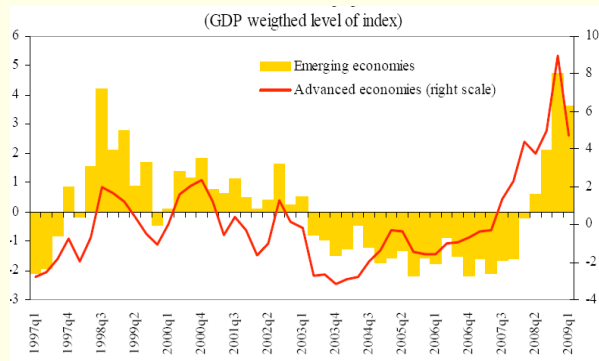
$$\beta_{i,t} = \frac{COV(r_{i,t}^M, r_{i,t}^B)}{\sigma_{i,M}^2}$$

L'indice de stress financier dans les pays émergents, par région



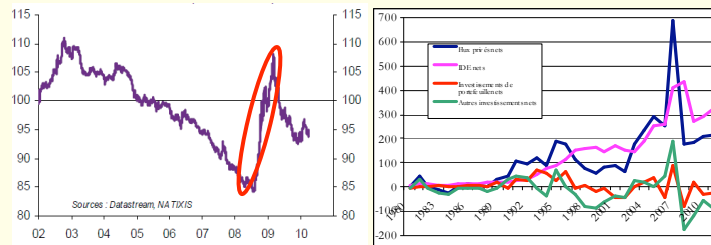
Source : IMF, World Economic Outlook, avril 2009

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



Source : R. Balakrishnan, S. Danninger, S. Elekdag et I. Tytell, **The Transmission of Financial Stress from Advanced to Emerging Economies**, IMF Working Paper, WP/09/133, June 2009

Devises émergentes contre dollar* et flux nets de capitaux**

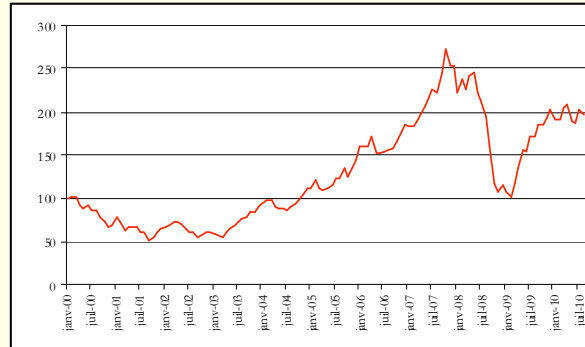


* Hors Chine et OPEP. 2002 :1 = 100.

** En milliards de dollars.

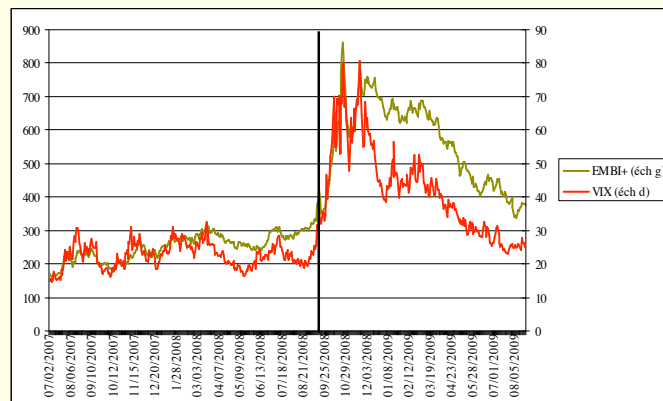
Sources : Artus et Silpo (2010), p.3 et FMI, *World Economic Outlook Data Base*

Cours boursiers dans différentes zones émergentes

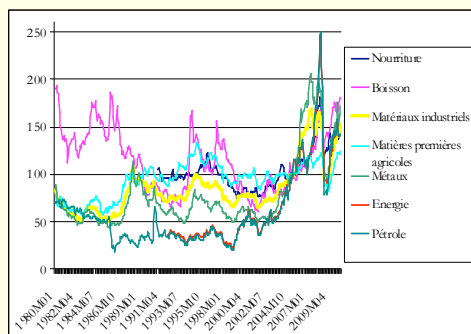


* Brésil, Chili, Chine, Colombie, République tchèque, Egypte, Hongrie, Inde, Indonésie, Israël, Corée du Sud, Malaisie, Mexique, Maroc, Pérou, Philippines, Pologne, Russie, Afrique du Sud, Taiwan, Thaïlande et Turquie
Source : MSCI Barra

VIX et EMBI

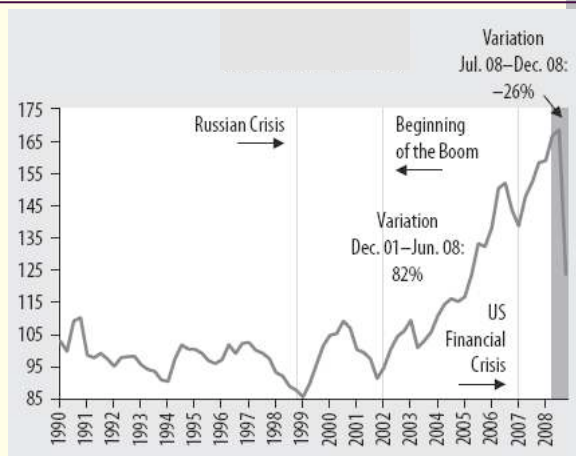


Prix des matières premières, 2005 = 100



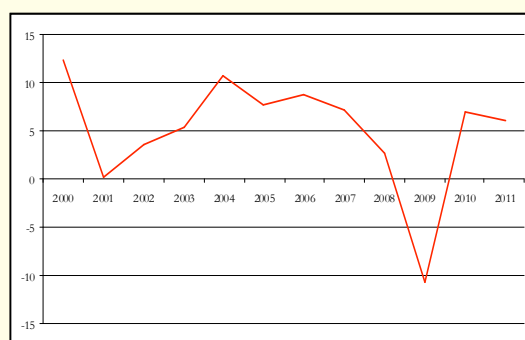
Source : FMI, *IMF Primary Commodity Prices*

Amérique latine : termes de l'échange juin 1997 = 100



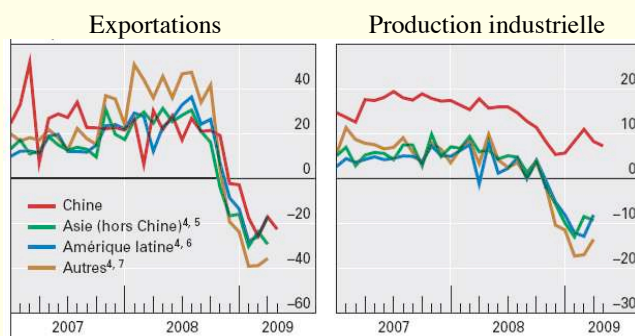
Source : Izquierdo et Talvi (2009), Policy trade-offs for unprecedented times : confronting the global crisis in Latin America and Caribbean, IADB

Commerce mondial, en %, glissement annuel



Source : FMI, *World Economic Outlook Data Base*

Exportations et production industrielle dans les pays émergents, variation annuelle en %



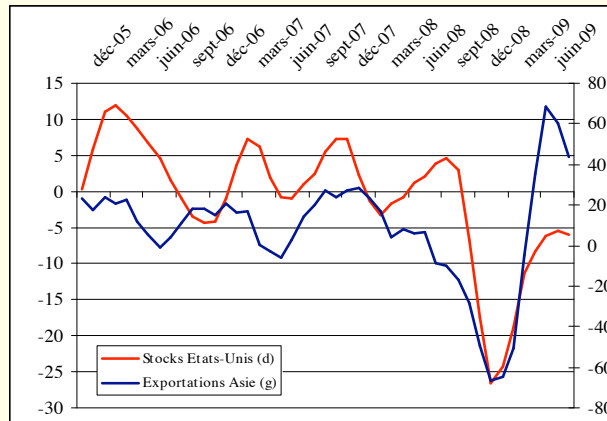
* Asie : Corée du Sud, Hong Kong, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Taiwan et Thaïlande

** Amérique latine : Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela

*** Autres : Afrique du Sud, Hongrie, Pologne, République tchèque, Russie et Turquie

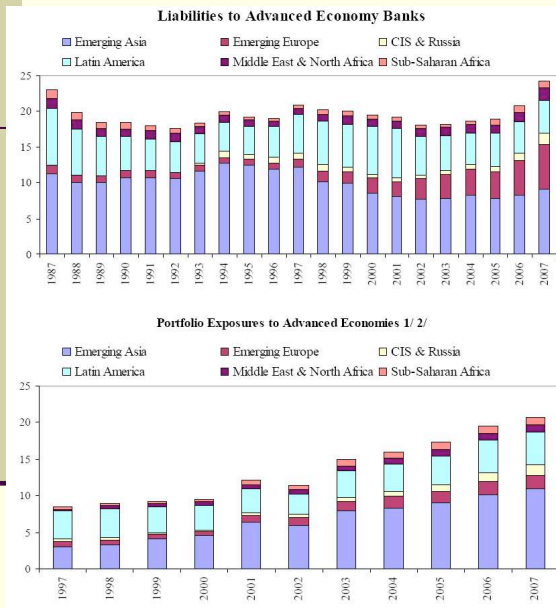
Source : BRI, *79ème Rapport Annuel*, juin 2009.

Exportations asiatiques de biens électroniques et stocks aux Etats-Unis, moyenne mobile 3 mois, en %



Source : IFM (2009), *World regional outlook, Asia & Pacific*, octobre

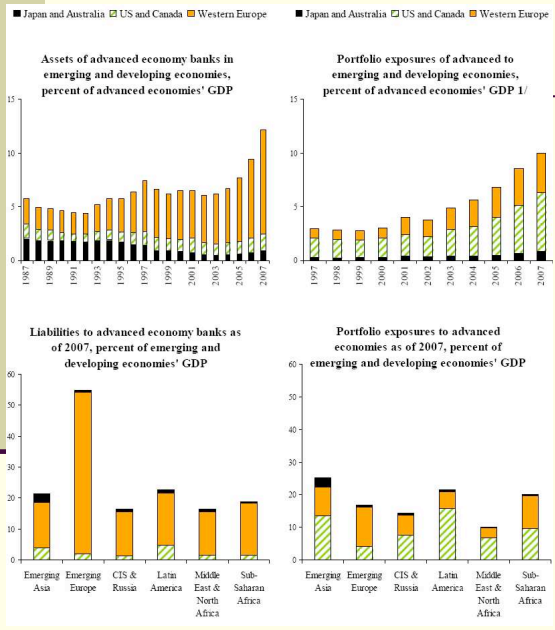
4- Les réponses de politique économique dans les pays émergents



Sources: Bank for International Settlements; IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey; and authors' calculations.
 1/ Including liabilities and nonreserve assets.
 2/ The data for 1998, 1999, and 2000 are based on interpolations.

Sensibilité des pays émergents aux flux internationaux de capitaux (en % du PIB émergents)

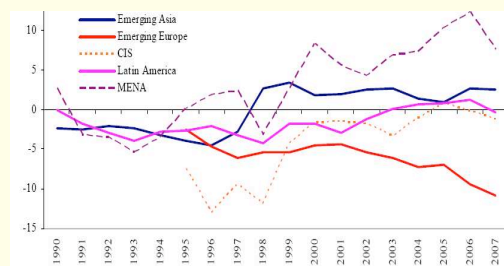
Source : R. Balakrishnan, S. Danninger, S. Elekdag et I. Tytell, **The Transmission of Financial Stress from Advanced to Emerging Economies**, IMF Working Paper, WP/09/133, June 2009



Liens financiers avec les pays développés

Source : R. Balakrishnan, S. Danninger, S. Elekdag et I. Tytell, **The Transmission of Financial Stress from Advanced to Emerging Economies**, IMF Working Paper, WP/09/133, June 2009

Soldes du compte courant en % du PIB



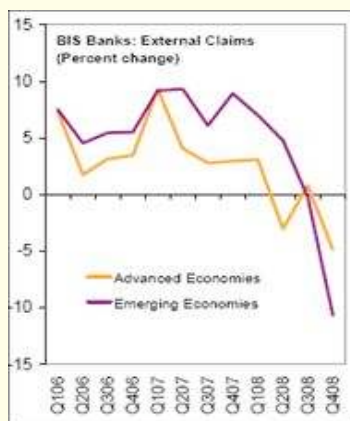
Source : R. Balakrishnan, S. Danninger, S. Elekdag et I. Tytell, **The Transmission of Financial Stress from Advanced to Emerging Economies**, IMF Working Paper, WP/09/133, June 2009

PECO : Indicateurs de déséquilibres macroéconomiques en 2007, en % du PIB

	Solde courant	IDE	IDE/Solde courant	Dettes extérieures	Dettes extérieures de court terme
Pologne	-3,8	3,6	95%	40,2	8,7
Hongrie	-6,4	1,0	16%	91,0	11,2
Rep. tchèque	-2,5	4,3	173%	42,7	13,3
Slovaquie	-5,4	2,5	47%	48,9	27,5
Estonie	-18,1	4,5	25%	116,7	37,1
Lettonie	-22,8	7,1	31%	123,4	45,1
Lituanie	-14,6	4,2	29%	70,9	22,2
Roumanie	-14,0	5,7	41%	42,2	12,7
Bulgarie	-21,4	20,5	96%	76,0	32,0
Moyenne	-12,1	5,9	61,3%	72,4	23,3

Source : J.C. Rodado (2008), « Europe émergente : où sont les risques et pourquoi sont-ils aussi nombreux ? », NATIXIS *Special Report*, 27 octobre, 133

Créances bancaires internationales sur les pays développés et émergents, changement en %



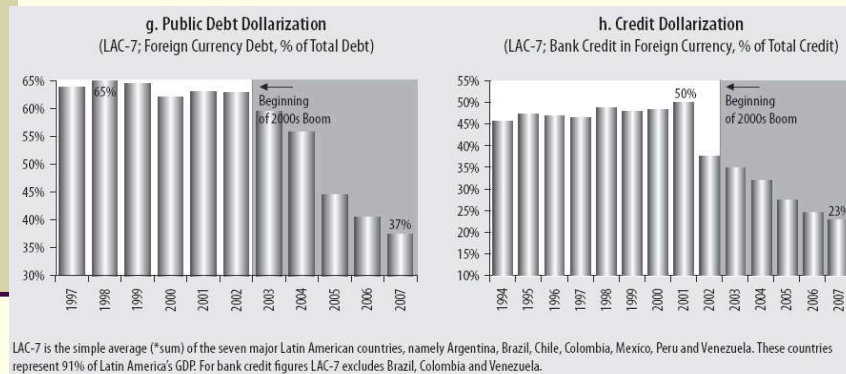
Source : FMI, *World Economic Outlook Update*, juillet 09

Prêts en devises, en % de l'encours total

Bulgarie	66,9	Ukraine	59,5
Croatie	62	Inde	1,4
Rép. Tchèque	13,6	Indonésie	19,8
Estonie	85,3	Corée	8,5
Hongrie	65,7	Vietnam	21,2
Lettonie	89,3	Argentine	15,8
Lituanie	64	Brésil	2
Pologne	32,6	Colombie	6,3
Roumanie	55,5	Mexique	11,6
Russie	15,3	Pérou	57,5
Turquie	28,9	Venezuela	<0,5

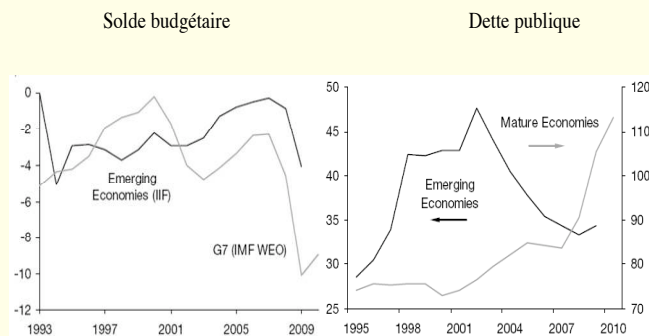
Source : P. Artus (2009), « Il serait raisonnable de croire à nouveau au "découplage" des émergents », NATIXIS, *Special Report*, 10 juillet, n°205

Indicateurs dollarisation en Amérique latine et centrale



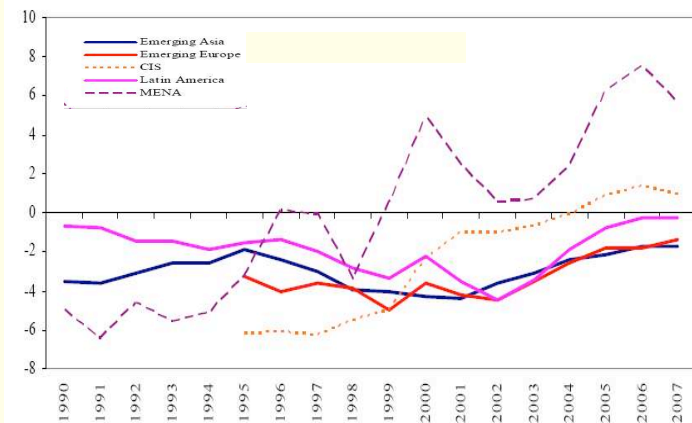
Source : Izquierdo et Talvi (2009), Policy trade-offs for unprecedented times : confronting the global crisis in Latin America and Caribbean, IADB

Situation des finances publiques dans les pays développés et émergents, en % du PIB



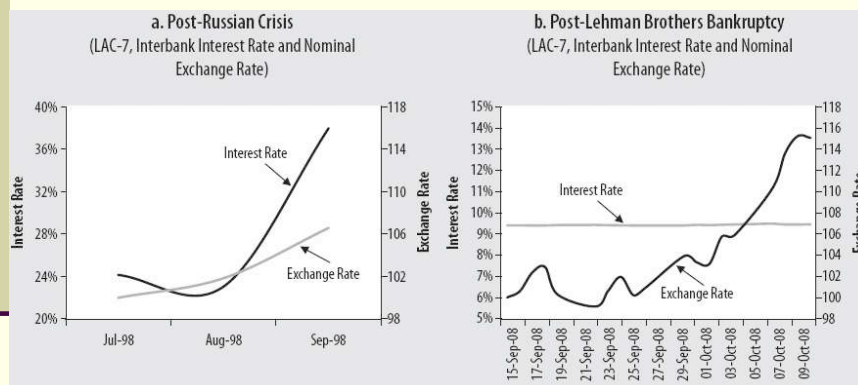
Source : Institute for International Finance, juin 2009

Pays émergents : soldes budgétaires en % du PIB



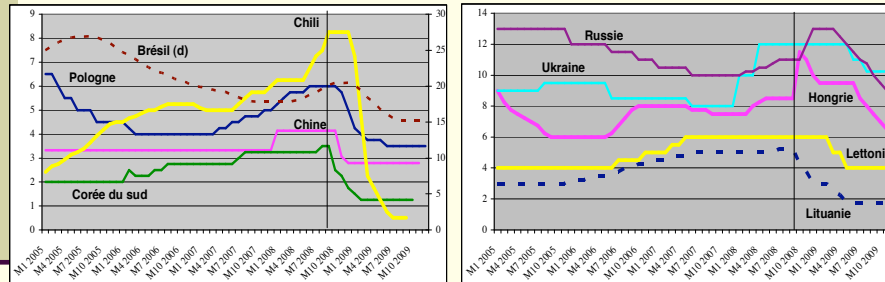
Source : R. Balakrishnan, S. Danninger, S. Elekdag et I. Tytell, **The Transmission of Financial Stress from Advanced to Emerging Economies**, IMF Working Paper, WP/09/133, June 2009

Amérique latine et centrale : réactions de politique monétaire



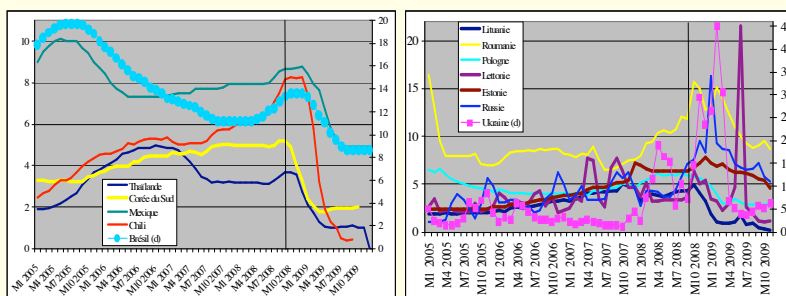
Source : Izquierdo et Talvi (2009), Policy trade-offs for unprecedented times : confronting the global crisis in Latin America and Caribbean, IADB

Taux directeurs de banques centrales de quelques pays émergents



Source : FMI, *Statistiques financières internationales*

Taux du marché monétaire dans quelques pays émergents

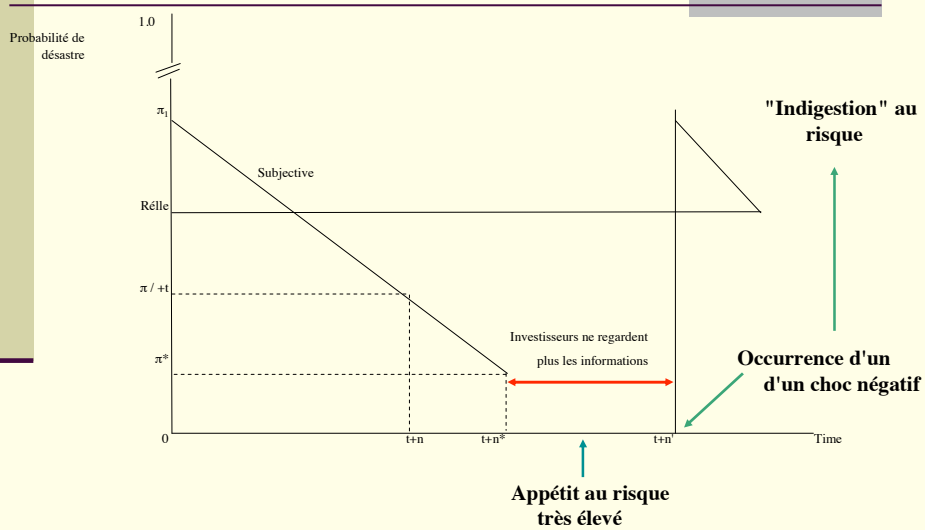


Source : FMI, *Statistiques financières internationales*

5- Le comportement des investisseurs dans les crises

5.1 L'aveuglement au désastre

Guttentag et Herring (1986)

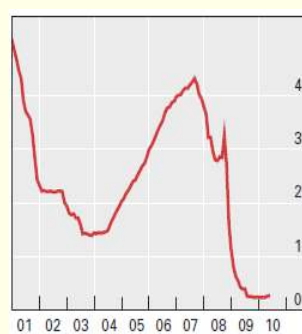


5.2 La globalisation financière rend aveugle

- Calvo et Mendoza (1996)
 - Diversification des portefeuilles

Conclusion

Taux d'intérêt international à court terme*



Source : BRI, 80^{ème} Rapport Annuel, juin 2010, Bâle, p.51.