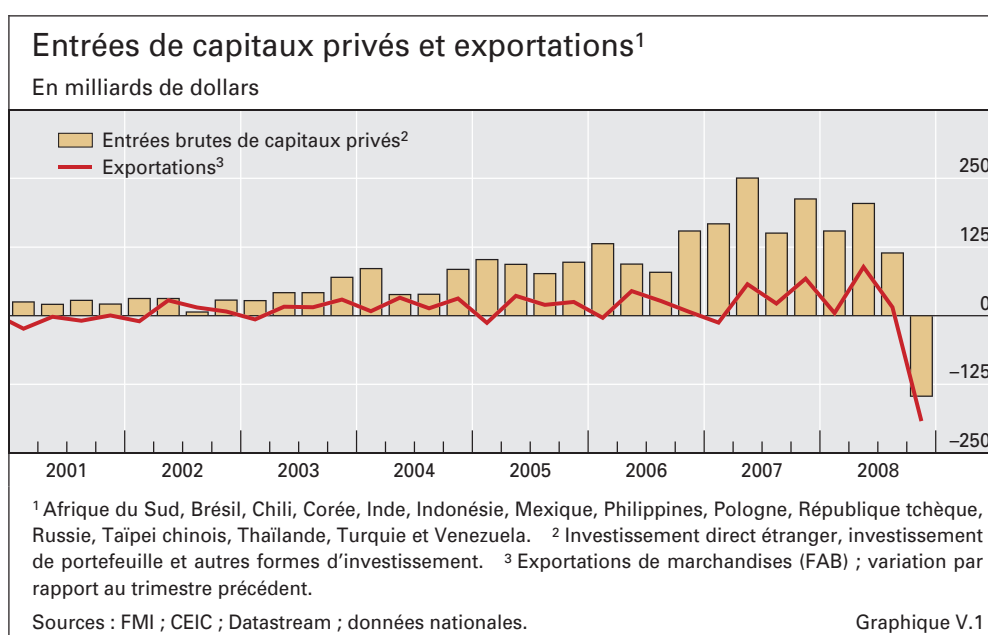


V. Répercussions sur les économies émergentes

La crise économique et financière a frappé de plein fouet les économies émergentes (ÉcÉm) au dernier trimestre 2008. La faillite de Lehman Brothers, en septembre 2008, a été suivie par un recul sans précédent de la demande d'exportations, qui a coïncidé avec un important reflux des prêts bancaires internationaux et de l'investissement de portefeuille étranger. Le cours de change de nombreux pays s'est déprécié, la valorisation des actions a baissé et le coût du financement extérieur a fortement progressé. Avec l'atonie de la consommation et des dépenses d'investissement dans les économies avancées, la demande d'exportations des ÉcÉm s'est effondrée, ce qui a accentué l'inversion des flux de capitaux et mis fin à une longue période de croissance tirée par les exportations et soutenue par les entrées de fonds (graphique V.1).

Premièrement, le chapitre replace ces événements dans leur contexte en décrivant la période d'avant la crise, durant laquelle les ratios exportations/PIB ont augmenté et l'investissement, financé en grande partie par les entrées de capitaux étrangers, s'est orienté vers les secteurs des biens échangeables. Dans certaines grandes ÉcÉm (Chine surtout) où ces développements étaient associés à une épargne très élevée et supérieure à l'investissement, ils ont permis d'afficher un compte courant nettement excédentaire et de renforcer largement les réserves de change. Dans d'autres régions émergentes, et particulièrement dans les pays d'Europe centrale et orientale (PECO), les



comptes courants étaient toutefois lourdement déficitaires, malgré une croissance rapide des exportations. Deuxièmement, le chapitre décrit certaines caractéristiques du récent repli de l'activité dans les ÉcÉm, ainsi que les difficultés à stimuler la demande intérieure. Troisièmement, s'appuyant sur les statistiques BRI, il analyse l'ample retournement des entrées de capitaux, en mettant en évidence les vulnérabilités qui sont apparues du fait que les emprunts extérieurs du secteur privé se sont maintenus à un niveau élevé alors même que ceux du secteur public avaient diminué. Enfin, il évoque deux éléments qui ont soutenu l'activité dans les ÉcÉm depuis le début de la crise : la liquidité en devises et la résilience du crédit intérieur.

Avant la crise

Croissance dynamique mais déséquilibrée

Avant que n'éclate la crise, les ÉcÉm affichaient une croissance très dynamique, mais qui renfermait déjà les germes du récent repli. Entre 2003 et mi-2008, la plupart de ces économies ont connu une forte croissance tirée par les exportations, associée à une épargne brute en hausse, qui attirait d'importants volumes de capitaux. Elles ont accumulé un niveau sans précédent de réserves de change et poursuivi à vive allure leur intégration économique et financière avec les économies avancées, sous des formes devenues plus complexes. En particulier, avec l'intégration mondiale des chaînes de production, beaucoup d'ÉcÉm sont devenues plus tributaires des exportations qu'il y a une dizaine d'années. De surcroît, leur secteur financier s'est plus étroitement intégré à celui des économies avancées, dont il a aussi commencé à dépendre davantage pour ses débouchés d'investissement, voire pour ses sources de financement extérieur net.

Importance accrue des exportations

Pour l'ensemble des ÉcÉm, la croissance du PIB réel s'est accélérée, passant à 7,4 % par an en moyenne en 2003–2007, contre 6,0 % en 1992–1996, période d'avant la crise asiatique. Cette évolution s'explique en grande partie par des gains d'efficacité dans la production, dus à l'intensification de la concurrence et aux retombées technologiques du développement des exportations. En Chine et en Inde, en particulier, le ratio exportations/PIB était, en 2007, supérieur de 100 % à sa moyenne de 1992–1996 (graphique V.2, cadre de gauche). Dans d'autres ÉcÉm d'Asie, les exportations, déjà élevées, sont passées à environ 75 % du PIB en 2007. Le ratio dépassait 40 % dans les PECO.

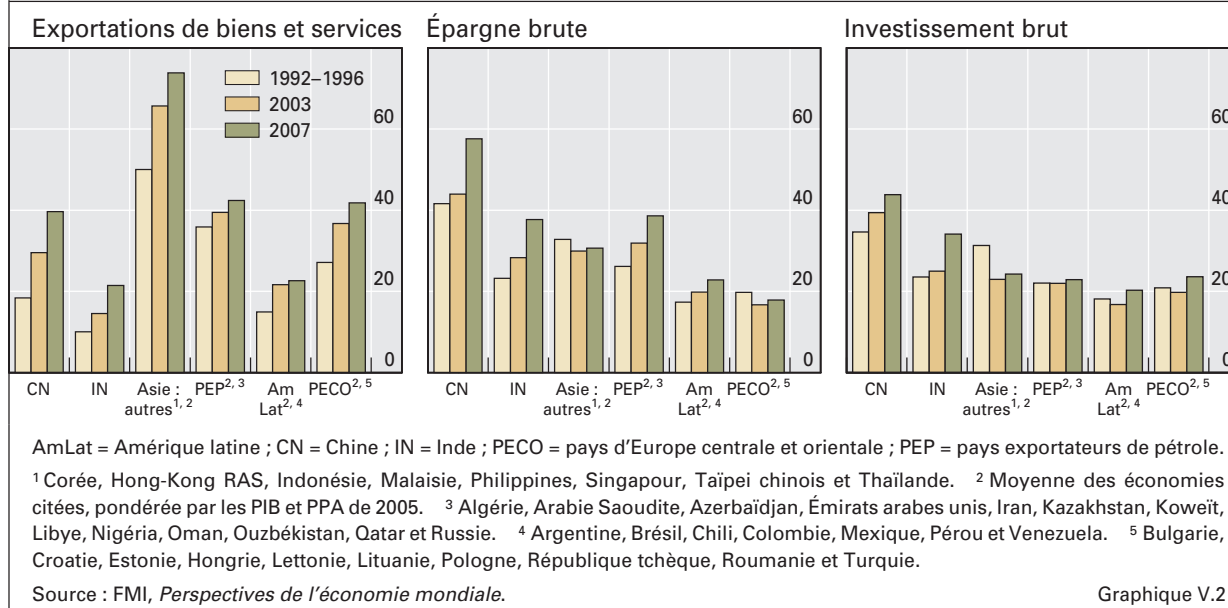
L'importance accrue des exportations pour les ÉcÉm a profondément modifié la structure de l'investissement. Au Brésil, en Chine, en Corée, en Inde et en Pologne, l'investissement moyen consacré à la formation brute de capital fixe dans les secteurs des biens échangeables (agriculture, mines et industries manufacturières) a gagné 3,2 points de pourcentage entre 2003 et 2007, passant à 39 % du total. Par comparaison, durant la première moitié des années 1990, ces secteurs recueillaient quelque 28 % du total en Chine (36 % en 2003–2007) et 19 % au Brésil (56 % en 2003–2006).

Une part croissante de l'épargne brute mondiale...

Tandis que les ÉcÉm s'arrogeaient une place grandissante dans les échanges mondiaux, elles sont aussi devenues une source essentielle de l'épargne (chapitre IV). En termes bruts, leur part dans l'épargne mondiale est passée de 25 % en 1992–1996 à 30 % en 2003 et 40 % en 2007, alors que

Exportations, épargne et investissement

En % du PIB



leur part dans le PIB mondial ne progressait que de 21 % en 1992-1996 à 31 % en 2007.

Les soldes épargne/investissement ont beaucoup varié entre régions durant la période 2003-2007. En Chine, l'épargne brute dépassait largement l'investissement brut et le taux d'épargne s'établissait à 58 % du PIB en 2007, alors même que le pays affichait aussi l'un des taux d'investissement les plus élevés au monde : 44 % du PIB (graphique V.2). Les entreprises conservaient une proportion croissante de leur bénéfice après impôt, et les ménages étoffaient leur épargne dans un contexte de réduction de la protection sociale. En Inde, le taux d'épargne a également fait un bond, mais la progression du taux d'investissement a été bien supérieure. Dans d'autres ÉcÉm d'Asie, l'épargne et l'investissement n'ont enregistré que des hausses modestes entre 2003 et 2007, sans renouer avec leur niveau d'avant la crise asiatique (graphique V.2).

...mais de grandes différences entre les régions

En revanche, dans les PECO (de même qu'en Afrique du Sud), l'investissement brut surpassait largement le taux d'épargne brute, portant le déficit du compte courant à 5-7 % du PIB pour ce groupe. Les déficits étaient financés par des entrées de capitaux privés relativement abondantes, comme ce fut le cas dans l'Asie émergente avant la crise de 1997. Autre similitude avec la région Asie : le recours massif aux crédits en devises par des emprunteurs n'ayant aucun revenu dans les monnaies correspondantes. Il faut néanmoins noter des différences importantes entre les deux régions. Les PECO ont notamment ouvert leur système bancaire aux intérêts étrangers et, en leur qualité de membres ou candidats de l'Union européenne, ils ont harmonisé leurs institutions, leur cadre juridique et leurs pratiques de gouvernance avec ceux de l'UE. Ils sont ainsi entrés dans la crise avec un environnement législatif, réglementaire et prudentiel plus solide que celui de l'Asie émergente en 1997.

Entrées et sorties
abondantes de
capitaux

Enfin, outre leur poids grandissant dans les échanges et l'épargne mondiaux, les ÉcÉm ont rapidement intégré leur secteur financier à celui des économies avancées. Les entrées sous forme d'investissement de portefeuille privé et de prêts transfrontières des banques des économies avancées s'étaient nettement étoffés avant la crise actuelle. En part du PIB cumulé des ÉcÉm, les entrées brutes de capitaux privés sont ainsi passées de 4 % en 2003 à 10,7 % en 2007 (tableau V.1), contre une progression de 4,7 % à 5,7 % entre 1992 et 1996. Dans le même temps, des entreprises du Brésil, de la Chine, de la Corée, de l'Inde, de la Russie et de plusieurs autres ÉcÉm sont devenues de gros investisseurs directs dans nombre de pays avancés et en développement. De plus, la Chine, les pays exportateurs de pétrole et plusieurs autres ÉcÉm ont investi une partie de leurs réserves officielles (y compris via des fonds, tels les fonds souverains) dans les obligations et les actions des pays avancés. Les sorties brutes de capitaux des ÉcÉm sont ainsi passées de 2,3 % à 7,3 % du PIB entre 2003 et 2007 (tableau V.1), contre une progression de 1,5 % à 2,5 % entre 1992 et 1996.

Accumulation de
réserves de change

Les entrées massives de capitaux, conjuguées aux volumineux excédents courants, ont exercé de fortes tensions à la hausse sur de nombreuses monnaies. Jusque vers 2007, la volonté de freiner l'appréciation du cours de change s'était traduite par des interventions de change substantielles et prolongées, qui avaient gonflé les réserves. Dans les principales ÉcÉm, l'accroissement des réserves est passé de \$300 milliards en 2003 à un niveau record de plus de \$1 000 milliards en 2007, avant de retomber à \$400 milliards en 2008, mouvements essentiellement attribuables à la Chine. Comme on le verra, le stock d'avois de change, après avoir culminé en 2008, a fortement diminué dans plusieurs ÉcÉm, s'établissant à plus de \$4 300 milliards pour l'ensemble du groupe en janvier 2009.

Économies émergentes ¹ : flux bruts de capitaux privés					
En % du PIB total des pays de l'échantillon					
	Moyenne annuelle		2003	2007	2008
	1992-96	2003-07			
Entrées de capitaux	5,1	6,6	3,9	10,7	3,5
IDE	1,6	2,7	1,9	3,4	3,3
IP	2,9	1,8	1,1	2,6	-0,3
Autres investissements	0,6	2,0	1,0	4,8	0,5
Sorties de capitaux	2,0	4,8	2,3	7,3	3,7
IDE	0,3	0,9	0,3	1,5	1,2
IP	1,2	2,0	1,0	2,6	0,8
Autres investissements	0,6	1,8	1,1	3,2	1,7
<i>Solde des paiements courants</i>	-1,7	3,9	2,3	4,6	4,4
<i>Variation des réserves de change²</i>	-1,2	-5,5	-3,9	-7,8	-4,3

IDE = investissement direct étranger ; IP = investissement de portefeuille.

¹ Afrique du Sud, Algérie, Arabie Saoudite, Argentine, Azerbaïdjan, Brésil, Bulgarie, Chili, Chine, Colombie, Corée, Croatie, Émirats arabes unis, Estonie, Hongrie, Inde, Indonésie, Iran, Kazakhstan, Koweït, Lettonie, Libye, Lituanie, Malaisie, Mexique, Nigéria, Oman, Pérou, Philippines, Pologne, Qatar, République tchèque, Roumanie, Russie, Thaïlande, Turquie et Venezuela. ² Un signe moins indique une augmentation.

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*. Tableau V.1

Jusqu'à mi-2008, la forte accumulation de réserves de change est allée de pair avec une augmentation de la liquidité, compensée, dans une plus ou moins grande mesure, par stérilisation ou par vente d'obligations d'État au public. Dans l'ensemble, les conditions monétaires se sont beaucoup assouplies, comme en témoignent le bas niveau des taux d'intérêt réels et l'expansion rapide du crédit bancaire au secteur privé. En Asie et en Amérique latine, les taux d'intérêt réels ont fortement reculé, entre 2001 et 2005, pour devenir nuls, voire négatifs, avant de remonter. Le crédit des banques locales au secteur privé domestique s'est accru de plus de 23 % par an en moyenne en 2006 et 2007. Il a affiché un rythme particulièrement soutenu en Amérique latine (plus de 30 %), dans les PECO (24 %) et en Russie (près de 50 %). Si cette progression du crédit s'est nettement ralentie, fin 2008, elle restait proche de 20 %, voire plus élevée, en Amérique latine, en Inde, en Indonésie, dans les PECO et en Russie. Cette hausse de la liquidité est attribuable en partie au bas niveau des taux d'intérêt dans les économies avancées. Ainsi, lors de la poussée d'inflation, en 2007 et 2008, nombre d'ÉcÉm ont été réticentes à relever leur taux directeur, de crainte que ce relèvement n'attire davantage de capitaux et n'accentue les pressions haussières sur le change.

Augmentation de la liquidité intérieure

Choc sévère pour l'économie réelle

En partie protégées par leur relative solidité financière, étayée par de confortables réserves de change (*infra*), les ÉcÉm ont, dans l'ensemble, peu souffert de la crise financière mondiale entre août 2007 et la mi-2008. Mais, depuis, elles ont été de plus en plus affectées par deux évolutions de l'économie réelle : l'érosion de la demande de biens de consommation durables dans les pays industrialisés et le fléchissement des cours des produits de base.

Contraction de l'activité

Avec l'effondrement de la croissance dans les économies avancées, l'activité s'est fortement contractée dans les ÉcÉm au quatrième trimestre 2008, caractérisé par une baisse à deux chiffres des exportations et de la production industrielle, ainsi que par un net ralentissement des ventes au détail (graphique V.3). La chute synchrone des exportations s'est accélérée au premier trimestre 2009, avec un repli d'environ 25 %, d'une année sur l'autre, dans les grandes ÉcÉm ; dans certains pays exportateurs de produits de base, comme le Chili et la Russie, le repli a même dépassé 40 %.

La baisse des dépenses en biens de consommation durable dans les pays avancés pendant le second semestre 2008 (chapitre IV) a lourdement pesé sur les exportations dans les secteurs de l'automobile et des technologies de l'information (TI). Pour l'automobile, qui représente une part notable du PIB dans plusieurs ÉcÉm (3 % en Turquie, 6 % au Mexique, 8 % en Corée et en Thaïlande et plus de 10 % en Europe centrale), les exportations ont chuté, par exemple de 45 % au Mexique en février 2009 et de 54 % en Turquie au premier trimestre 2009. Quant aux TI, qui revêtent une grande importance dans l'Est asiatique, elles étaient déjà, dans une large mesure, à l'origine du

Baisse de la demande de biens de consommation durables...

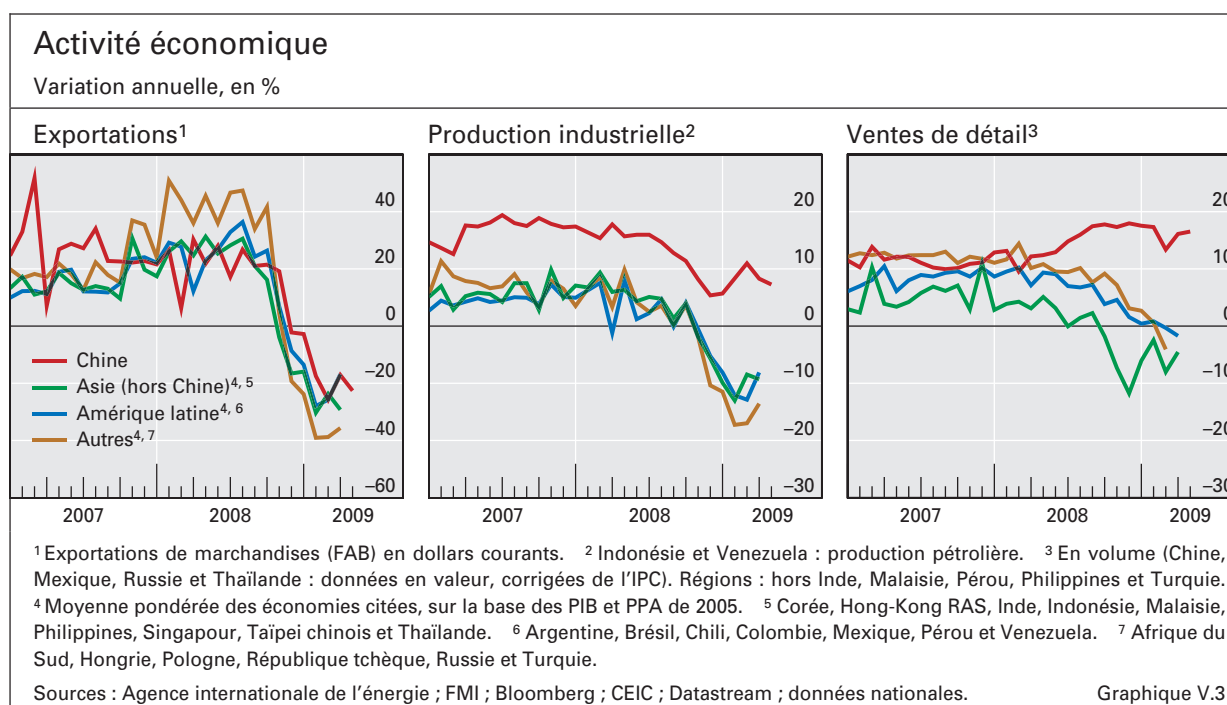
ralentissement subi par la région lors de la récession de 2001 aux États-Unis. Dans la phase actuelle de repli, le ratio stocks/ventes pour ce secteur et dans cette région s'est vivement élevé, tandis que les exportations et la production diminuaient. Ainsi, en Corée, la croissance des exportations de TI s'est affaiblie pendant six mois consécutifs et, en glissement annuel, le recul des exportations se chiffrait à environ 27 % en mars 2009 ; le ratio stocks/ventes est passé de 104 % en septembre 2008 à un pic de 129 % en décembre 2008, avant de retomber à 93 % en février 2009.

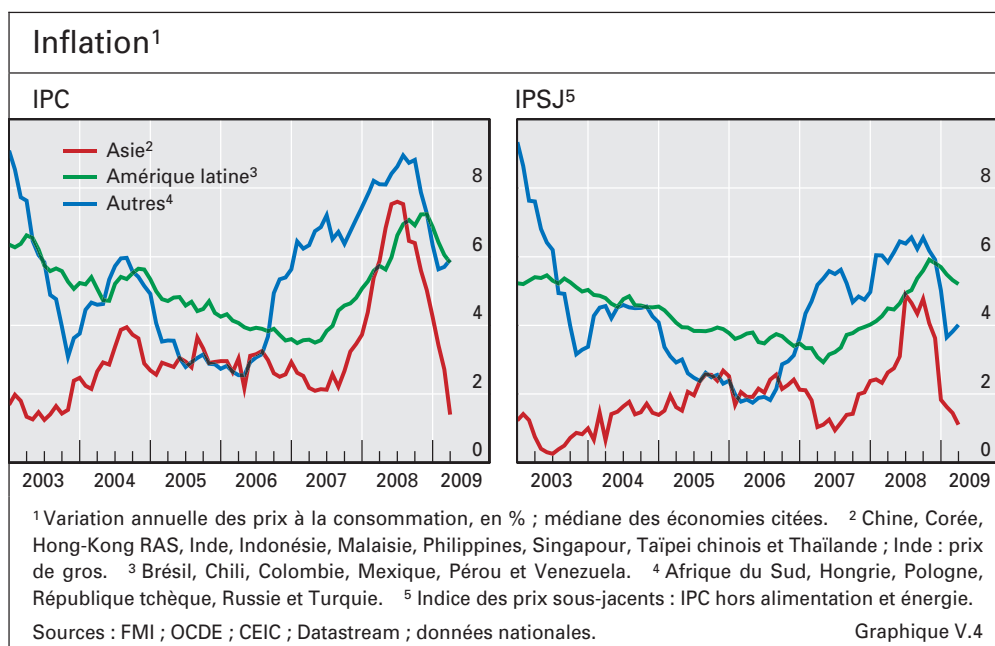
...et fléchissement des cours des produits de base

De plus, le ralentissement de la croissance mondiale a précipité un fléchissement des cours des produits de base. Entre juillet 2008 et mars 2009, les cours du pétrole ont cédé 65 %, et ceux des autres produits de base, 34 %. Cela a certes bénéficié aux importateurs en étoffant leur revenu disponible et en allégeant leurs coûts. Pour les exportateurs, en revanche, la diminution des recettes tend à freiner la demande et la croissance. Or, les produits de base comptent pour plus de 40 % des exportations en Amérique latine (au-delà de 20 % au Mexique). Selon de récentes estimations du FMI, le coût du tassement de 30 % des cours entre juillet et décembre 2008 pourrait excéder 2 points de croissance à la région. Le récent rebond des cours (environ 19 % depuis le creux de décembre) pourrait néanmoins contribuer à amortir le repli.

Recul de l'inflation

L'effondrement des cours des produits de base et l'augmentation des capacités inutilisées résultant du vif repli de la croissance ont entraîné un ralentissement de l'inflation dans les ÉcÉm, laquelle devrait tomber à moins de 5 % en 2009, après 6 % en 2008. L'inflation (mesurée par l'IPC et par la tendance sous-jacente) a brutalement chuté en Asie (graphique V.4), la Chine et la Thaïlande montrant des signes de déflation ces derniers mois. En Chine, la perte de débouchés à l'exportation a entraîné des excédents de capacités, ce qui a intensifié les tensions à la baisse sur les prix. En revanche, l'inflation a davantage persisté, jusqu'au début de 2009, en Amérique latine et en Russie.





Dans certains pays (Mexique et Russie, notamment), les craintes d'inflation sont attisées par les pressions baissières sur le change, et cette situation crée un dilemme pour la politique monétaire.

Perspectives de reprise

Le XX^e siècle a montré qu'un redémarrage solide de l'économie mondiale passe par une expansion des échanges. L'essor des exportations a joué un rôle particulièrement important dans la sortie de crise des ÉcÉm durant les années 1990, et les recherches montrent qu'une intensification des échanges stimule la croissance à moyen terme¹. Cependant, la forte dépendance des ÉcÉm vis-à-vis de la demande extérieure pourrait, cette fois, retarder la reprise. D'une part, en raison de la gravité sans précédent du repli des importations dans les économies avancées. Ainsi, il est prévu une décélération à deux chiffres des importations des États-Unis en 2009 (-3 % seulement pendant la récession de 2001), comme pour celles de la zone euro et du Japon. D'autre part, l'endettement dans les économies avancées, qui avait soutenu les importations en provenance des ÉcÉm, s'est révélé d'une ampleur intenable. À l'avenir, l'augmentation des importations des pays développés pourrait devoir être associée à un renforcement des exportations vers les ÉcÉm. Plus généralement, la nécessité de procéder à un désendettement et de corriger les déséquilibres mondiaux des comptes courants suppose davantage d'épargne ou moins de dépenses d'investissement dans certaines économies avancées, et l'inverse dans certaines ÉcÉm. Ce type d'ajustement peut prendre du temps.

Les perspectives de reprise dans les ÉcÉm dépendent aussi, dans une large mesure, de la capacité de résistance de la demande intérieure face au tassement de la demande dans les économies avancées. Comme l'indiquait le

La dépendance vis-à-vis des exportations pourrait retarder la reprise

Capacité limitée à stimuler la demande intérieure

¹ J. Frankel et D. Romer : « Does trade cause growth? », *American Economic Review*, vol. 89, n° 3, juin 1999, pp. 379-399.

78^e *Rapport annuel* (juin 2008) dans son chapitre III, cela soulève plusieurs questions. Malgré une croissance soutenue et les efforts de relance des dépenses de consommation ou d'investissement dans certaines ÉcÉm, la part de ces variables dans le PIB n'a généralement pas progressé pendant la décennie. Durant l'actuelle phase de repli, la capacité à soutenir la consommation et l'investissement dépendra en partie de la possibilité – limitée dans nombre d'ÉcÉm – de mettre en œuvre des mesures budgétaires et monétaires anticycliques (chapitre VI). De plus, le recul des exportations tendra à freiner l'investissement et la consommation en réduisant les perspectives de rendement et de revenu. Jusqu'ici, les indicateurs du moral des consommateurs et des chefs d'entreprise sont en forte baisse dans toutes les ÉcÉm, et les ventes de détail se sont contractées dans la plupart des cas.

Quel rôle pour la Chine ?

La Chine semble être parvenue à stimuler la demande intérieure par des mesures budgétaires et par une croissance rapide du crédit ; cela pourrait soutenir la demande d'exportations dans d'autres pays. Dans les années 2000, la Chine, devenue centre de transformation planétaire, a importé d'énormes volumes de biens intermédiaires et d'équipement en provenance des autres ÉcÉm, afin de fabriquer des produits finis vendus à l'étranger. Le tassement de la demande d'exportations chinoises, dans les économies avancées, a donc réduit ces importations. Les ÉcÉm d'Asie sont particulièrement touchées, car la Chine compte pour 20 %, en moyenne, de leurs exportations. Cette dernière pourrait-elle compenser cette réduction en accroissant ses importations de biens de consommation ? La possibilité en apparaît limitée. D'un côté, il est vrai, grâce à ses mesures de relance, la Chine devrait conserver une croissance relativement soutenue en 2009. Malgré une baisse à deux chiffres des recettes d'exportations, la production industrielle continue de progresser, les ventes de détail augmentent à un bon rythme (graphique V.3) et l'expansion du crédit s'accélère. D'un autre côté, cependant, la Chine n'aurait qu'une faible propension à importer pour répondre à sa demande intérieure. D'ailleurs, ses importations non destinées aux industries d'exportation ont fortement chuté au dernier trimestre 2008 et n'ont montré, depuis, aucun signe de redressement.

Les perspectives des ÉcÉm restent très incertaines. Le consensus prévoit une croissance négative pour le PIB de la plupart d'entre elles en 2009, à l'exception de la Chine et de l'Inde. La grande majorité des ÉcÉm devra attendre 2010 pour renouer avec des chiffres positifs. On perçoit toutefois de premiers signes de rétablissement : ainsi, les exportations de la Chine vers les États-Unis et l'UE sont reparties à la hausse en mars 2009, tout comme ses importations de la Corée et du Taïpei chinois en février et mars 2009. L'amélioration intervient après environ six mois de repli, mais il n'est pas assuré que la reprise sera durable ; le redémarrage dépendra aussi du rythme auquel reprendront les flux internationaux de capitaux, qui ont été déterminants pour la croissance, après le vif retournement de 2008.

Financement extérieur plus difficile

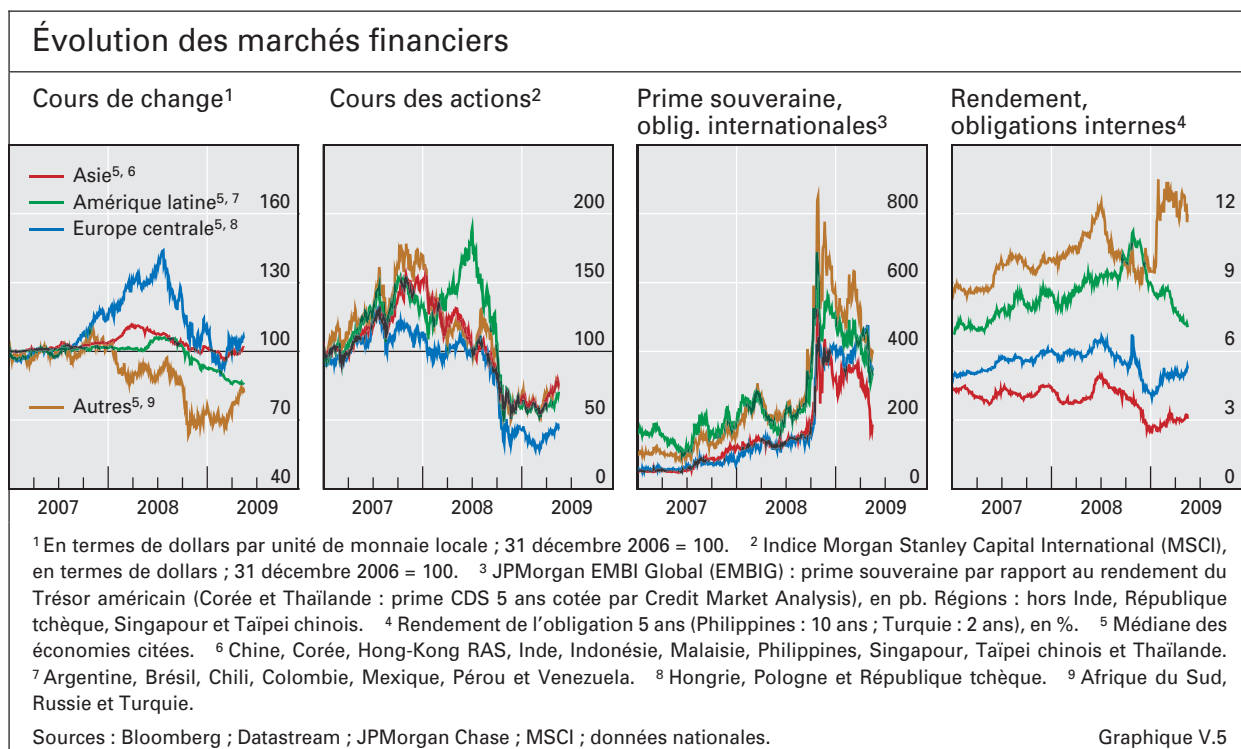
La plupart des crises des ÉcÉm des années 1980 et 1990 étaient associées à un reflux des entrées brutes de capitaux privés, qui exprimait une perte de

confiance envers les politiques nationales. Dans le contexte actuel, les flux de capitaux évoluent différemment. À l'exception notable de certains PECO, nombre d'ÉcÉm avaient adopté des politiques saines avant la crise et ont donc mieux résisté à l'inversion des flux, du moins dans un premier temps, car, par la suite, ceux-ci ont fini par suivre des évolutions analogues, à certains égards, à celles des précédentes crises. Les pays affichant de lourds déficits budgétaires et courant et les secteurs possédant une forte exposition de change ont davantage souffert du durcissement des conditions de financement extérieur et des sorties de capitaux (*infra*).

Au premier semestre 2008, les entrées brutes de capitaux dans les ÉcÉm se sont remarquablement bien tenues, atteignant souvent 60–70 % des niveaux records de 2007. Les retournements de flux ont surtout touché les marchés d'actions, où les valorisations ont amorcé un glissement après avoir atteint des sommets historiques au dernier trimestre 2007. Si les banques et les porteurs d'obligations ont maintenu leurs positions, c'est probablement en raison des éléments positifs déjà cités, notamment l'abondance des réserves de change officielles et la solidité du système bancaire dans de nombreux cas. Le développement des marchés obligataires nationaux a aussi joué un rôle dans certaines économies.

Les banques internationales ont commencé à se retirer sélectivement au troisième trimestre 2008. Les premières ÉcÉm touchées ont été des économies au système bancaire sain et relativement liquide. Ainsi, les prêts transfrontières aux banques et au secteur non bancaire en Chine, en Malaisie, en Pologne, en République tchèque et au Taïpei chinois ont décliné de \$30 milliards dans cette période. Selon des banques centrales et certains commentateurs, il s'agissait, pour les banques internationales, de surmonter de graves pénuries de liquidité sur leur marché d'origine.

Résilience initiale des flux de capitaux...



...puis apparition de perturbations

Avec l'effondrement de Lehman Brothers, le 15 septembre, et la paralysie de l'interbancaire mondial (chapitre II), les perturbations se sont généralisées pour le secteur financier des ÉcÉm. Le retournement des investissements en actions s'est accéléré, les monnaies se sont fortement dépréciées, les primes sur titres internationaux de dette souveraine ont vivement augmenté et les rendements des obligations internes se sont souvent tendus (graphique V.5). Parmi les premières victimes du renchérissement et de la raréfaction du financement extérieur, se trouvaient des économies dont le compte courant était lourdement déficitaire (PECO et Afrique du Sud, notamment), ainsi que celles dont l'excédent courant diminuait sous l'effet du marasme des cours du pétrole et des produits de base (Argentine, Russie et Venezuela, entre autres).

Exposition des entreprises

Dans les ÉcÉm affichant une position extérieure plus solide, ce sont d'abord les entreprises qui ont ressenti et transmis les premiers effets du retournement des flux de capitaux. Lorsque les cours de change ont brusquement baissé par rapport aux grandes monnaies internationales, les sociétés qui avaient emprunté massivement sur les marchés internationaux de la dette et du crédit pour financer leurs investissements (par exemple le secteur russe de l'énergie) ont éprouvé des difficultés à se refinancer. De surcroît, les turbulences de septembre 2008 ont mis au jour certaines vulnérabilités dont les autorités et les marchés n'avaient apparemment pas conscience jusqu'alors. En particulier, nombre d'entreprises brésiliennes, coréennes, mexicaines et polonaises avaient souscrit des contrats sur dérivés auprès de banques étrangères ou locales, en 2007 et 2008, pour protéger leurs recettes d'exportations contre une forte appréciation des monnaies locales, voire, parfois, pour spéculer sur la poursuite de la hausse. Ces positions ne figuraient généralement pas au bilan des entreprises. Quand les cours de change se sont repliés face au dollar ou à l'euro, ces dernières ont essuyé de lourdes pertes : selon les estimations, près de 0,8 % du PIB en Corée et plus de 1 % en Pologne.

Tarissement des émissions d'obligations

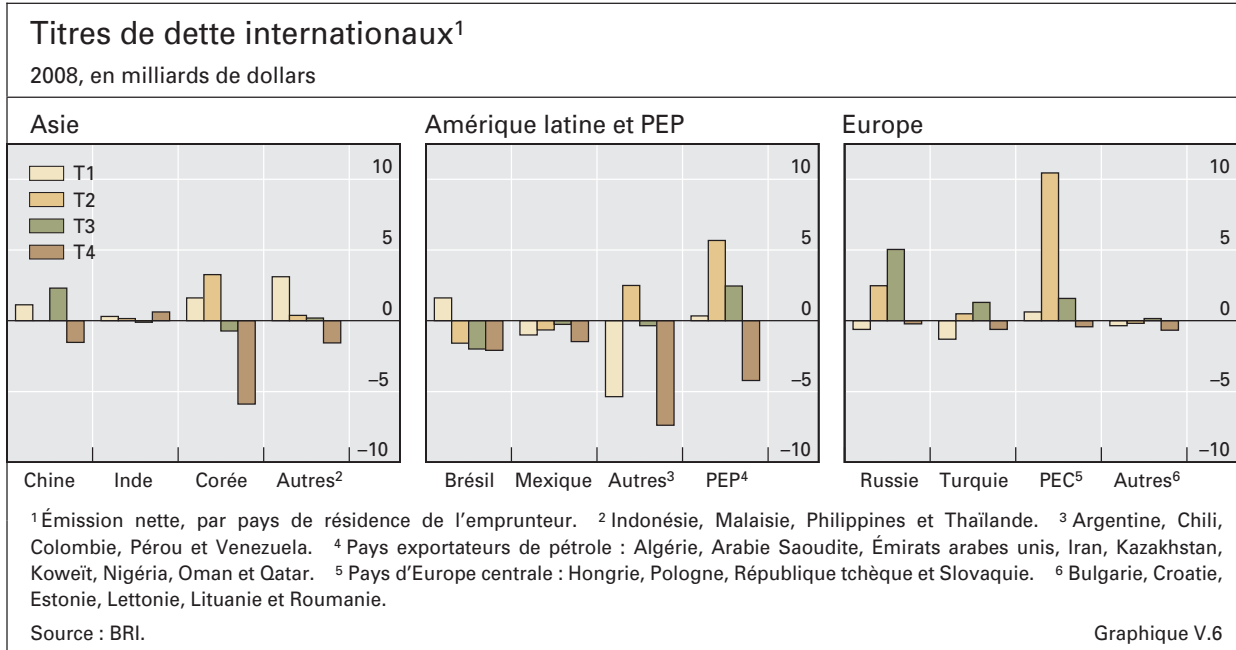
Sur les marchés internationaux de la dette, l'émission a cessé et le négoce des obligations des ÉcÉm s'est fortement réduit en septembre et octobre, y compris pour les entreprises bien notées et les États aux finances publiques relativement saines (Afrique du Sud, Brésil, Malaisie, etc.). Après \$28 milliards d'emprunts nets sur les trois premiers trimestres 2008, les ÉcÉm ont procédé à \$27 milliards de remboursements nets au dernier trimestre (tableau V.2), nombre de leurs entreprises n'ayant plus accès aux

Prêts bancaires et obligations internationaux					
En milliards de dollars					
	T1 2008	T2 2008	T3 2008	T4 2008	T1 2009
Prêts transfrontières ¹	168	105	47	-205	...
Obligations internationales ²	-1	23	6	-27	4

¹ Prêts des banques déclarantes BRI aux économies émergentes ; variation d'encours corrigée des fluctuations de change (estimation). ² Émission nette.

Source : BRI.

Tableau V.2



marchés internationaux des capitaux. Les remboursements nets ont été particulièrement substantiels en Corée, en Amérique latine et dans les pays exportateurs de pétrole (graphique V.6). Au quatrième trimestre, les signatures de crédits consortiaux ont reculé de \$65 milliards au total par rapport au troisième trimestre, ce qui a en particulier pénalisé Hong-Kong RAS, Singapour et les pays du Moyen-Orient. De plus, les non-résidents ont réduit leurs portefeuilles d'obligations en monnaies des ÉcÉm – signe que non seulement les investisseurs étrangers rencontraient une pénurie de liquidité, mais aussi qu'ils éprouvaient une aversion pour le risque, les marchés obligataires locaux de nombreuses ÉcÉm (dont la Hongrie, l'Indonésie, le Mexique et la Turquie) étant devenus très volatils.

L'inversion des flux bancaires transfrontières s'est également accélérée au quatrième trimestre 2008. D'après les dernières statistiques internationales de la BRI, les banques des économies avancées ont réduit de \$205 milliards leurs prêts aux ÉcÉm, ce qui représente 1 % du PIB cumulé de ces dernières, effaçant plus de 60 % des apports des trois premiers trimestres (tableau V.2). Le Brésil, la Chine, la Corée, la Turquie et les pays exportateurs de pétrole, dont la Russie, en ont particulièrement souffert (graphique V.7). Les banques locales ont été davantage touchées que le secteur non bancaire. Dans le même temps, les résidents de nombreuses ÉcÉm (surtout en Europe centrale et dans les pays exportateurs de pétrole, y compris en Russie) ont retiré une partie de leurs dépôts et autres actifs étrangers auprès des banques déclarantes BRI. Les ÉcÉm se sont ainsi procuré des financements importants, qui n'étaient pas disponibles auparavant. Néanmoins, certains retraits ont peut-être été plus motivés par les interventions de change, que par une stratégie des banques des ÉcÉm face à la raréfaction des financements transfrontières.

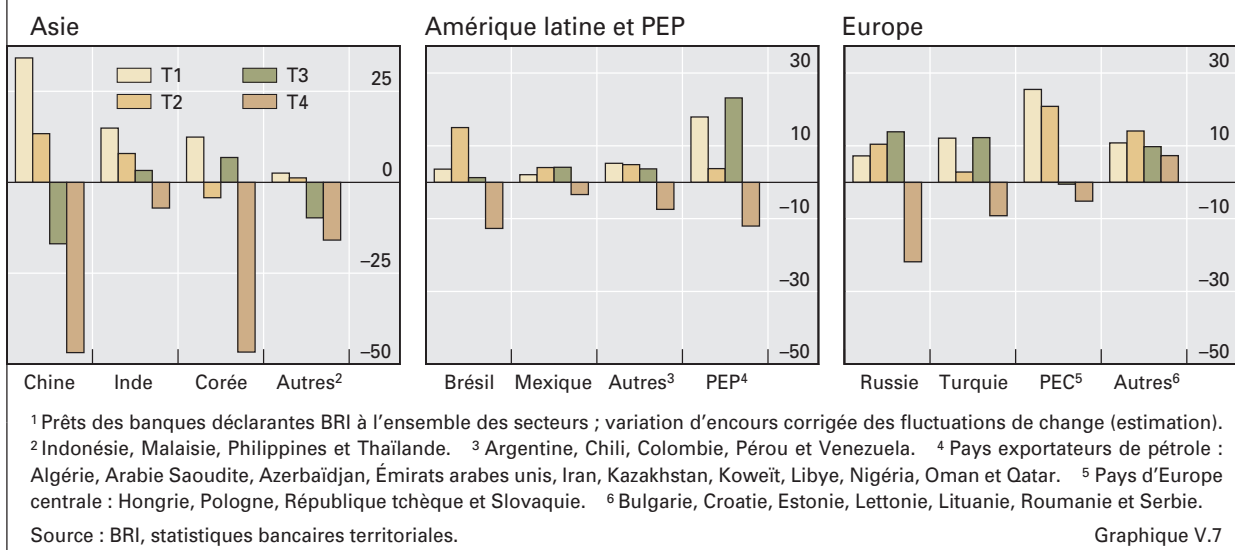
La présence des banques étrangères dans les ÉcÉm a-t-elle eu des effets visibles sur les flux bancaires ? Pour répondre à cette question, on peut examiner les prêts transfrontières et les prêts en monnaie locale des

Inversion accélérée des flux bancaires transfrontières

L'implantation des groupes étrangers a-t-elle une incidence ?

Prêts transfrontières¹

2008, en milliards de dollars



établissements de banques étrangères, pour déterminer s'ils sont plus stables dans les pays où celles-ci sont largement implantées.

Résilience
temporaire des
prêts
transfrontières...

Pendant un certain temps, les prêts transfrontières ont effectivement été plus stables dans plusieurs petits pays où les banques étrangères sont très présentes. En Europe, les États de petite taille (États baltes et Europe du Sud-Est), dont les systèmes bancaires sont détenus en quasi-totalité par des capitaux étrangers, ont été moins touchés par la diminution des prêts transfrontières aux banques, au quatrième trimestre 2008, que les pays plus grands (Pologne, République tchèque, Russie et Turquie), où les banques – sauf en République tchèque – appartiennent moins largement à des groupes étrangers (graphique V.7, cadre de droite).

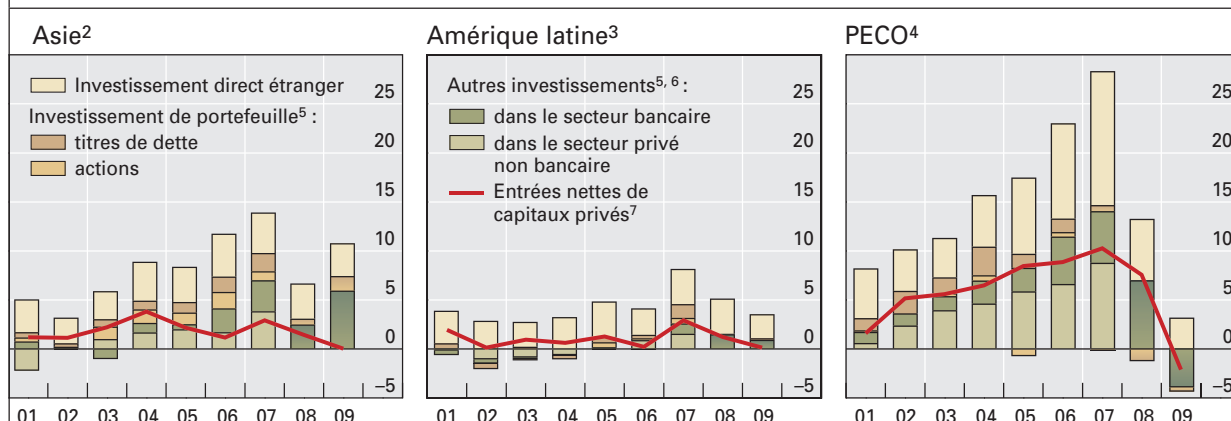
Cette résilience des prêts transfrontières est surprenante, car les économies concernées affichent, en général, un important déficit extérieur. Cependant, en février 2009, il est clairement apparu que la situation de ces économies se dégradait plus vite que prévu. Beaucoup d'emprunteurs ont rencontré des difficultés de remboursement ou de refinancement. La perte de confiance des investisseurs a soudainement mis en avant des vulnérabilités anciennes, telles que la pratique largement répandue consistant, pour certains ménages ou certaines PME, à emprunter en devises. Les banques mères d'Europe de l'Ouest ont-elles apporté un soutien durable à leurs filiales dans les petites économies ? Les statistiques du premier trimestre 2009, qui seront publiées début juillet, permettront d'y voir plus clair.

...et évolution
contrastée des
créances en
monnaie locale

Il n'est pas certain, non plus, que les prêts en monnaie locale des établissements à capitaux étrangers sont plus stables dans les pays où ceux-ci sont largement implantés. Certes, dans plusieurs États, ils ont bien résisté ; ils ont même progressé au quatrième trimestre au Brésil, en Chine, en Pologne et en Turquie, et se sont maintenus dans les petits PECO où les banques étrangères sont très présentes. En revanche, ils ont décliné dans d'autres pays (Afrique du Sud et Corée, par exemple).

Entrées brutes de capitaux privés : composantes¹

En % du PIB



¹ Entrées brutes : moyenne simple des économies citées ; 2008 et 2009 : estimations des *Perspectives de l'économie mondiale*. ² Chine, Corée, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour et Thaïlande. ³ Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. ⁴ Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie et Turquie. ⁵ 2008 et 2009 : ventilation non disponible. ⁶ Un chiffre négatif indique une baisse des actifs nationaux détenus par des investisseurs étrangers. ⁷ Total par région, en % du PIB régional.

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales, Perspectives de l'économie mondiale*.

Graphique V.8

On peut également se demander si les pays dont le marché obligataire est plus développé ont mieux résisté aux sorties de capitaux. Depuis quelques années, les ÉcÉm ont, en effet, cherché à réduire leur vulnérabilité à un reflux des entrées de capitaux en émettant davantage sur leurs propres marchés de la dette. Mais on constate que la crise a poussé certains investisseurs (étrangers, surtout) à quitter ces marchés et à se reporter sur des actifs en devises plus liquides. Ces retraits ont pesé sur l'obligataire interne dans plusieurs ÉcÉm (Hongrie, Indonésie, Mexique et Turquie, notamment) et, dans de nombreux cas, ils ont accru les pressions baissières sur les changes, en raison des graves perturbations affectant, à l'époque, les marchés internationaux des swaps cambistes (graphique II.4, cadre du milieu). Ainsi, en Hongrie, il n'y a eu aucune soumission lors de l'adjudication d'emprunts d'État, mi-octobre. Les non-résidents détenteurs d'obligations en monnaie locale ont, là aussi, allégé leurs portefeuilles pour se procurer des devises. Les banques internationales n'étant pas prêtes à échanger des euros contre des forints, il en est résulté une forte dépréciation du change, avec effet de contagion régionale (au quatrième trimestre, la couronne tchèque – monnaie d'un pays faisant pourtant état de fondamentaux bien meilleurs – a ainsi perdu 9 % face à l'euro).

Fin 2008 et début 2009, la vive contraction de la demande extérieure a aggravé les répercussions de la crise financière mondiale sur les flux de capitaux des ÉcÉm. Elles ont été particulièrement négatives pour le financement des échanges. En Amérique latine, par exemple, au premier trimestre 2009, plusieurs grandes banques internationales n'ont reconduit que 50–60 % des lignes de crédit commercial octroyées en 2008. Le repli s'explique en grande partie par la baisse des échanges et des cours des matières premières, mais aussi par l'assèchement du négoce des effets de commerce et par la réduction des lignes de crédit accordées par les banques spécialisées dans ce type de financement. Même si certaines économies exportatrices

Le développement du marché obligataire local a-t-il une incidence ?

Crédits commerciaux : apparition de difficultés

d'Asie ont été, elles aussi, affectées, c'est l'Afrique qui pourrait en pâtir le plus, en raison du sous-développement des systèmes financiers et de l'incapacité des pouvoirs publics à accroître l'offre de crédit commercial.

IDE moins touché pour l'instant...

L'évolution de l'investissement direct étranger (IDE), plus stable que d'autres flux de capitaux lors des crises précédentes, est également préoccupante. En 2008, les entrées brutes d'IDE se sont bien tenues par rapport à 2006–2007, particulièrement en Asie émergente et en Amérique latine (graphique V.8). Toutefois, des informations récentes indiquent un ralentissement, début 2009, dans plusieurs ÉcÉm. Une explication tient au fait qu'environ un tiers des entrées récentes était lié à des fusions et acquisitions, généralement financées par des prêts bancaires internationaux. Elle semble confirmée par la forte baisse des crédits consortiaux au quatrième trimestre 2008 et au premier trimestre 2009. De plus, les rapatriements de bénéfices se sont fortement accrus dans certains cas, car, à l'instar des banques internationales, nombre de multinationales ont eu besoin de liquidité sur leur marché d'origine. D'après le Centre de développement de l'OCDE, les rapatriements de ressources financières vers les sociétés mères expliquent la chute du réinvestissement des bénéficiaires et des prêts intragroupes.

...mais les perspectives sont très incertaines

Puisque la crise actuelle s'accompagne d'une contraction sans précédent de l'activité économique mondiale, il est extrêmement difficile de prévoir quand et dans quelle mesure les capitaux privés reviendront vers les ÉcÉm. Les places boursières ont beaucoup rebondi depuis mars 2009, et les émissions d'obligations internationales ont repris au premier trimestre 2009 (tableau V.2), mais uniquement pour les emprunteurs souverains de qualité et les entreprises les mieux notées, et avec des primes très supérieures à celles de début 2008. De surcroît, comme la crise est née dans les systèmes financiers des économies avancées, le remède habituel, qui consiste à engager des réformes dans les ÉcÉm, ne suffira vraisemblablement pas à relancer les afflux de capitaux. On peut en outre se demander comment les déséquilibres mondiaux des comptes courants, qui, avant la crise, ont largement contribué à l'essor des flux financiers en direction et en provenance des marchés émergents, finiront par être résorbés.

Facteurs de soutien à l'activité économique

Outre les politiques anticycliques envisageables (chapitre VI), deux facteurs vont influencer sur la capacité de résistance de l'activité dans les ÉcÉm face à la baisse des exportations et au reflux des entrées de capitaux : premièrement, l'efficacité des mesures prises par les autorités pour fournir la liquidité en devises afin de stabiliser les marchés des changes et de maintenir le flux des financements en devises ; deuxièmement, la stabilité et la capacité de prêt des systèmes bancaires nationaux, liées à la situation financière des banques et aux récentes mesures de soutien au secteur financier.

Apport de liquidité en devises

Interventions des banques centrales

Comme mentionné plus haut, l'endettement extérieur privé est resté élevé ou s'est creusé alors même que de nombreux emprunteurs souverains avaient

Réserves de change : adéquation													
	Encours en fin d'année ¹ , en milliards de dollars				En % ² des grandeurs suivantes :								
					PIB	Dette extérieure à court terme ³				Importations			
	1996	2007	2008	2009		2008	1996	2007	2008	2009	1996	2007	2008
Asie ⁴	477	2 907	3 320	3 355	45	170	449	589	595	49	84	74	83
Chine	105	1 528	1 946	1 954	44	376	1 249	1 865	1 873	76	160	172	186
Corée	33	262	200	212	21	45	176	173	177	22	73	46	55
Inde	20	267	247	242	20	260	339	333	324	55	123	85	88
Autres ⁵	319	850	927	948	52	145	389	502	511	48	69	62	72
Amérique latine ⁶	142	397	440	410	13	145	238	369	300	89	82	71	69
Brésil	58	179	193	186	12	111	292	342	329	109	149	111	115
Chili	16	17	23	24	14	201	86	113	114	89	38	40	47
Mexique	19	86	94	84	9	60	256	241	218	21	31	30	29
PECO ⁷	53	227	233	211	17	504	114	107	92	36	51	43	...
Moyen-Orient ⁸	17	58	54	47	9	111	98	112	90	34	51	41	...
Russie	11	467	413	368	25	42	486	509	446	16	209	141	143
<i>Exportateurs nets de pétrole⁹</i>	<i>93</i>	<i>883</i>	<i>885</i>	<i>...</i>	<i>21</i>	<i>200</i>	<i>1 050</i>	<i>1 862</i>	<i>...</i>	<i>42</i>	<i>98</i>	<i>87</i>	<i>...</i>

2009 : derniers chiffres disponibles.

¹ Régions : sommes des économies citées. ² Régions : moyennes simples des économies citées. ³ Créances transfrontières de l'ensemble des banques déclarantes BRI (statistiques bancaires consolidées) sur les pays hors zone déclarante, assorties d'une échéance inférieure ou égale à 1 an, plus encours de titres de dette internationaux assortis d'une échéance résiduelle inférieure ou égale à 1 an. ⁴ Pays cités. ⁵ Hong-Kong RAS, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Taïpei chinois et Thaïlande. ⁶ Pays cités plus Argentine, Colombie, Pérou et Venezuela. ⁷ Pays d'Europe centrale et orientale : Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Slovaquie et Slovénie. ⁸ Arabie Saoudite, Koweït et Qatar. Arabie Saoudite : hors investissement en titres de dette étrangers. ⁹ Algérie, Angola, Kazakhstan, Mexique, Nigéria, Norvège, Russie et Venezuela, plus Moyen-Orient.

Sources : FMI ; Datastream ; données nationales. Tableau V.3

auparavant réussi à réduire ou stabiliser leur dette extérieure. C'est l'un des traits saillants de la crise actuelle. Quand les entrées de capitaux ont fait place à des sorties, les banques centrales ont pris des mesures pour préserver l'approvisionnement en devises, afin que le secteur privé puisse honorer ses obligations de paiement. Elles sont ainsi intervenues afin de stabiliser les marchés des changes et d'y atténuer la volatilité. Elles ont aussi puisé dans leurs réserves officielles pour faciliter le financement en devises du secteur privé, en cherchant notamment à limiter le risque de refinancement et à combler la pénurie de crédits commerciaux via l'apport de fonds ou de garanties.

Malgré des conditions plus stables par rapport aux tensions financières extrêmes d'octobre et de novembre 2008, les marchés des changes et du financement sont restés perturbés dans les ÉcEm ; le redressement n'est pas complet (graphique V.5).

Cela n'est pas sans susciter des préoccupations. L'une tient au fait que les interventions de change ont beaucoup entamé les réserves officielles. Ainsi, au premier trimestre 2009, leur niveau était tombé à 80 % de celui de juin 2008 en Corée et en Inde, à environ 75 % en Pologne et à 65 % en Russie. En cas de persistance des chocs extérieurs, ces ponctions soulèvent des interrogations, même si les stocks demeurent abondants, d'après les indicateurs classiques.

Interrogations sur
l'adéquation des
réserves de change

Malgré des interventions de grande ampleur au quatrième trimestre 2008, le volume des réserves de change de nombreuses ÉcÉm restait supérieur, en fin d'année, à celui de 2007 (tableau V.3). De plus, selon la règle empirique de Guidotti-Greenspan, ces réserves doivent couvrir 100 % de la dette extérieure jusqu'à 1 an. En 2008, ce seuil était nettement dépassé dans quasiment toutes les ÉcÉm : la couverture équivalait à plus de 400 % en Asie et en Russie et avoisinait 300 % en Amérique latine. Autre norme préconisée : une couverture en réserves de change de trois à six mois d'importations (25–50 % des importations annuelles). Cet objectif était, lui aussi, largement atteint fin 2008. Cela signifie que, dans beaucoup d'ÉcÉm, la banque centrale pourrait répondre aux besoins de financement en devises du secteur privé pendant bien plus d'un an. Cependant, si l'activité économique ralentissait fortement et que les entrées de capitaux tardaient à redémarrer, on risquerait de voir réapparaître des épisodes d'instabilité sur les marchés, qui pourraient accélérer l'érosion des réserves. Dans ces conditions, la disparition du financement des ÉcÉm pourrait sérieusement freiner la reprise économique.

Un autre élément à prendre en considération est que l'adéquation des réserves de change dépend aussi de caractéristiques de l'économie dont les indicateurs classiques ne rendent pas compte. Ainsi, le Chili dispose d'un faible volume de réserves de change par rapport à sa dette extérieure à court terme et ses recettes d'exportations ont chuté. Cependant, ses réserves sont remarquablement stables et le peso chilien s'est redressé plus tôt que les monnaies des autres pays d'Amérique latine, notamment parce que l'État (via son fonds souverain) et les ménages (via les fonds de pension) détiennent de gros portefeuilles d'actifs étrangers. Certes, les investissements internationaux sont devenus moins rentables, ce qui a pu avoir des répercussions sur le cours de change, mais la solidité du secteur financier et des entreprises a évité, dans l'ensemble, les ponctions sur les réserves. À l'opposé, des pays qui disposent de réserves bien plus abondantes mais d'un système financier moins solide pourraient se révéler moins résilients.

Autres moyens
d'intervention

Il importe donc, dans ce contexte, d'examiner dans quelle mesure les ÉcÉm, pour améliorer leur capacité de résistance, pourraient faire appel à des ressources extérieures ou à des dispositifs de mutualisation des réserves, plutôt que de conserver des réserves de change coûteuses. La crise a récemment donné lieu à trois décisions inédites, de nature à rendre moins nécessaire la détention d'abondantes réserves. Premièrement, en octobre 2008, dans quatre ÉcÉm, la banque centrale a signé avec la Réserve fédérale des États-Unis un accord bilatéral portant chacun sur une ligne de swap de \$30 milliards. Deuxièmement, une facilité multilatérale pour la mise en commun de \$120 milliards de réserves a été conclue au sein de l'Est asiatique ; elle a considérablement amplifié la capacité d'intervention des swaps de devises bilatéraux déjà en place dans le cadre de l'initiative Chiang Mai. Troisièmement, le G 20 a récemment appelé à étoffer largement les ressources des institutions financières internationales, pour les aider à renforcer la portée et l'efficacité de leurs opérations liées à la gestion de la crise. À noter en particulier, à cet égard, la décision de plusieurs ÉcÉm (Colombie, Mexique et Pologne) de demander à bénéficier de la ligne de crédit flexible mise en

place depuis peu par le FMI à l'intention des pays dont les fondamentaux macroéconomiques sont sains.

Résilience des systèmes bancaires et du crédit

Le brutal retournement du financement bancaire transfrontière (graphique V.7) a touché à la fois les secteurs bancaire et non bancaire des ÉcÉm. Ayant moins facilement accès au financement extérieur, les entreprises ont sollicité le marché intérieur. Le ratio emprunts extérieurs non bancaires/crédit intérieur bancaire permet de mesurer l'expansion du crédit intérieur qui serait nécessaire pour satisfaire la totalité de cette nouvelle demande. D'après les chiffres du troisième trimestre 2008, avant l'effondrement des flux bancaires transfrontières, ce ratio avoisinait 45 % au Mexique et en Turquie, et 30 % en Europe centrale, dans les États baltes et en Europe du Sud-Est.

Hausse de la demande de crédit intérieur

Répondre à cette exigence accrue de crédit pourrait contribuer à soutenir l'activité économique. Cependant, les banques des ÉcÉm ont peut-être une capacité limitée à le faire, notamment parce qu'elles ont elles-mêmes des difficultés à se financer à l'étranger. Cette capacité est néanmoins très variable d'un pays à l'autre : le ratio prêts/dépôts est supérieur à 1 (ce qui suggère un recours au financement extérieur) en Corée, en Hongrie et en Russie, dont les marchés des changes ont été soumis à d'importantes tensions, comme en Afrique du Sud et en Colombie, où ces tensions ont été beaucoup moins fortes. Autre indicateur du recours au financement extérieur, la part des engagements extérieurs dans le total du passif des banques : le chiffre se situe entre 15 % et 30 % pour l'Afrique du Sud, la Corée, la Hongrie, la Pologne et la Russie.

La capacité de prêt des banques pourrait être limitée

Cependant, même si les prêts transfrontières aux secteurs bancaire et non bancaire ont brusquement décliné au quatrième trimestre 2008, l'expansion du crédit, bien qu'en baisse d'une année sur l'autre, est généralement restée à deux chiffres jusqu'à une date avancée du premier trimestre 2009. De fait, dans plusieurs ÉcÉm, le crédit bancaire intérieur s'est maintenu ou s'est développé (graphique V.9).

Résilience du crédit bancaire...

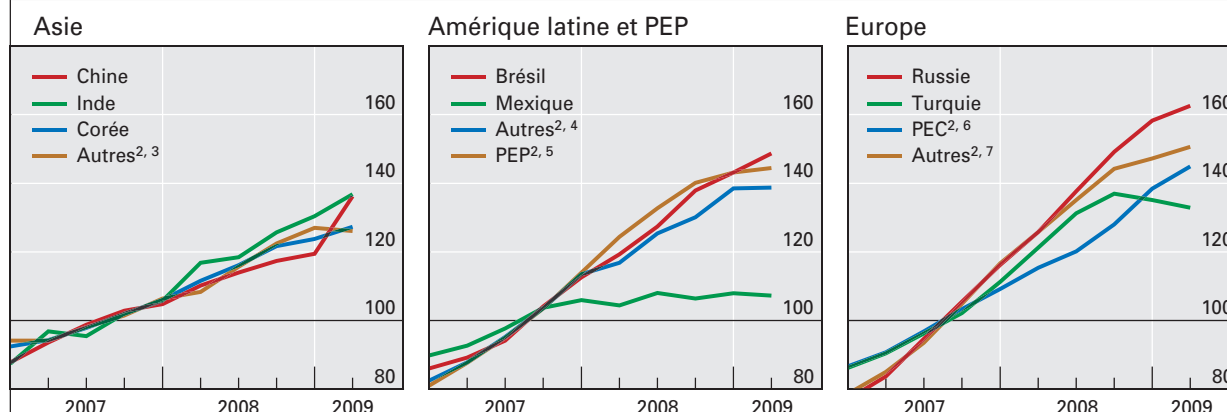
L'expansion du crédit intérieur a pu être étayée par la solidité des systèmes bancaires nationaux, qui s'est nettement améliorée pendant la décennie. En 2007, leur rentabilité (mesurée par le rendement médian² des actifs dans 23 grandes ÉcÉm) était de 1,5 %, contre moins de 1 % au début de la décennie. Dans les ÉcÉm importantes, les ratios de fonds propres réglementaires étaient en 2007 très supérieurs au minimum de 8 % fixé par l'accord de Bâle, avec un ratio médian autour de 13 %. Dans certaines économies (Brésil, Indonésie et Turquie), ils avoisinaient même 19 %. Quant au ratio médian des prêts improductifs, il était tombé en deçà de 3 % en 2007, contre environ 10 % au début de la décennie. À noter, toutefois, que ce ratio correspond à un indicateur retardé. Un autre indicateur, calculé par Moody's, évalue la solidité financière intrinsèque des banques (c'est-à-dire sans soutien extérieur). Il fait, lui aussi,

...grâce à la solidité des banques...

² Le rendement médian constitue un meilleur indicateur de la tendance centrale dès lors que l'on cherche à déterminer si une proportion représentative (50 %) d'un échantillon de pays améliore ses performances au fil du temps. Une moyenne simple, même appliquée à un très petit nombre de pays, donnerait davantage de poids à des performances exceptionnelles (bonnes ou mauvaises), et ne serait donc pas représentative.

Crédit bancaire intérieur au secteur privé¹

2007 = 100



¹ En termes nominaux et en termes de monnaie locale. ² Moyenne des économies citées, pondérée par les PIB et PPA de 2005. ³ Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande. ⁴ Argentine, Chili, Colombie, Pérou et Venezuela. ⁵ Pays exportateurs de pétrole : Algérie, Arabie Saoudite, Azerbaïdjan, Émirats arabes unis, Iran, Kazakhstan, Koweït, Libye, Nigéria, Oman et Qatar. ⁶ Pays d'Europe centrale : Hongrie, Pologne, République tchèque et Slovaquie. ⁷ Bulgarie, Croatie, Estonie, Lettonie, Lituanie et Roumanie.

Sources : FMI ; données nationales.

Graphique V.9

état d'une amélioration sensible, mais avec des scores souvent bas : abstraction faite de deux centres financiers (Hong-Kong RAS et Singapour), qui obtiennent des résultats relativement élevés, la note médiane (sur 100) est passée de 26 en décembre 1998 à 34 en janvier 2008, avant de redescendre à 33 en avril 2009.

...et au soutien apporté aux banques locales

L'expansion du crédit a peut-être été aidée, en outre, par l'action des autorités des ÉcÉm en faveur de la liquidité interne et du soutien au système bancaire national. Comme le montrera le chapitre VI, ces mesures ont consisté à fournir de la liquidité banque centrale sur le marché monétaire, à abaisser le taux directeur et à réduire les réserves obligatoires. La garantie des dépôts, l'aide aux banques (avec recapitalisation, dans certains cas), les dispositions visant à stabiliser les marchés monétaires et financiers ainsi qu'à procurer des capitaux aux emprunteurs prioritaires tels que les PME, ont également contribué à réduire le coût du financement et à préserver le flux des crédits bancaires dans ces économies.

La capacité de résistance pourrait ne pas durer

Néanmoins, cette capacité de résistance pourrait ne pas durer, et le crédit intérieur se contracter vivement. L'expérience a montré qu'un ralentissement économique de l'ampleur que nous connaissons actuellement pourrait dégrader les bilans des banques en multipliant les prêts improductifs, même si rien, pour l'instant, n'annonce une telle évolution.

Synthèse

La crise économique mondiale soulève deux grandes interrogations. Premièrement, le risque est grand que la reprise économique tarde à venir dans les ÉcÉm et on ne peut totalement exclure l'apparition d'un cercle vicieux, aux effets déstabilisateurs : l'ampleur du ralentissement pourrait empêcher le retour des flux de capitaux vers ces économies, compromettant plus encore la croissance. Le redémarrage de l'activité passe aussi, vraisemblablement, par

un redémarrage des échanges commerciaux, accompagné d'une atténuation des déséquilibres mondiaux. Cependant, les ajustements nécessaires, dans les ÉcÉm comme dans les pays avancés, pourraient prendre du temps. Dans ce contexte et compte tenu de l'ampleur du repli économique, le crédit intérieur, dont la résilience a soutenu l'activité économique, serait exposé au risque d'un recul prononcé.

Deuxièmement et face au reflux brutal des entrées de capitaux, les interventions de change et les injections de liquidité en devises ont permis de stabiliser l'activité économique en assurant le fonctionnement ininterrompu des marchés des changes et en maintenant les ressources financières. Pour l'avenir, reste à savoir si les réserves de change des ÉcÉm et les récentes initiatives qui ont nettement étoffé le volume de devises disponible (swaps bilatéraux entre banques centrales, mutualisation des réserves et accroissement substantiel des capacités de prêt des institutions financières internationales) permettront un retour rapide des capitaux vers les ÉcÉm. À moyen terme, ces initiatives pourraient également aider ces économies à moins dépendre de l'accumulation de réserves et, ainsi, contribuer à réduire les déséquilibres mondiaux.