

## Les finances publiques des pays émergents : 1<sup>ère</sup> partie

■ Les finances publiques des pays émergents : un état des lieux	1
■ Quand la Chine nous notera...	6

*« Si l'on en jugeait d'après les contradictions que la discussion du budget soulève, chaque année, dans la plupart des pays, il semblerait impossible d'apprécier exactement la situation financière d'un État.*

*Sauf de rares exceptions, ceux qui prennent part à ces discussions paraissent peu disposés à faire connaître les calculs qui servent de bases à leurs jugements. Préoccupés avant tout de s'affranchir de tout contrôle, ils opposent des négations sans preuves à des affirmations également sans preuves, et si, par hasard, la lutte devient plus ardente, le ton des adversaires s'élève sans que, le plus souvent, le débat puisse être vidé »*

Note du service d'Étude Financière du Crédit Lyonnais, à la demande de Henri Germain, président du Crédit Lyonnais de 1863 à 1905, « *Comment faut-il étudier la situation financière des États ?* ».

## Les finances publiques des pays émergents : un état des lieux

Pendant la dernière décennie, et spécialement entre 2003 et 2008, les pays émergents se sont désendettés en termes relatifs. Le ratio dette publique/PIB a en général baissé, en particulier pour les pays les moins bien notés par les agences de rating. Cette évolution contraste avec celle des pays développés, où le ratio a stagné, avant de s'envoler depuis deux ans dans la plupart des cas. Cette performance des émergents a plusieurs explications : une meilleure discipline fiscale bien sûr (qui marquait en outre une rupture avec la dégradation générale des années 90), mais surtout une croissance du PIB beaucoup plus rapide que dans les pays développés. Croissance plus rapide en volume, avec près de 3% par an de différentiel avec les pays développés, mais aussi en prix, grâce à de fréquentes appréciations du taux de change effectif réel des devises des émergents, qui ont gonflé leur PIB exprimé en USD. A l'inverse, la contribution de la baisse des taux d'intérêt au désendettement semble, sauf exception, assez modeste.

### Deux rappels

Dans un contexte de haro sur les États, qu'il est devenu de bon ton de présenter comme dépensiers et endettés au-delà du supportable (voire au bord de la faillite), deux rappels nous semblent indispensables :

- la crise actuelle n'est pas à l'origine une crise de dette publique. En 2008, à de rares exceptions près, les finances publiques des pays développés étaient certes mal orientées, mais elles n'étaient pas en crise. L'aggravation de leur situation résulte du ralentissement brutal de l'activité provoqué par la crise financière, et de la prise en charge par les États d'une partie du coût de cette crise ;
- dans les pays émergents (ici encore avec quelques exceptions), il n'y a toujours pas de crise des finances publiques. Au contraire, les années 2000 ont été une décennie de désendettement.

L'objet de cet article est ainsi de fournir quelques éléments sur l'ampleur de ce désendettement et d'essayer d'en identifier les moteurs : l'un est indiscutablement une meilleure gestion des finances publiques, mais on verra que la forte croissance des émergents a sans doute eu un rôle décisif.

### Quelques problèmes de définition

L'analyse comparative des finances publiques pose des problèmes techniques plus complexes que d'autres champs de la macroéconomie. La première difficulté est la définition du mot "publiques" : on peut s'intéresser au seul budget du gouvernement central (en anglais "central government"), ou plus largement aux finances des "administrations publiques" (en anglais "general government"<sup>1</sup>) qui incluent alors les

<sup>1</sup> La définition est du FMI (*Government Financial Statistics standards*).

administrations régionales et locales, la sécurité sociale publique, et les autres entités publiques non engagées dans des activités commerciales. Les entreprises publiques et la Banque centrale sont exclues de ce champ des administrations publiques, sauf pour les transferts nets avec le budget de l'État (subventions versées et impôts – et éventuellement dividendes – reçus de ces entités par le budget). Cette notion de "general government" est la plus utilisée, mais les comptes consolidés ne sont pas toujours disponibles : dans certains cas, manquera une partie des entités qui devraient y être intégrées, et la comparabilité des ratios ne sera pas parfaite. Ou bien on ne disposera que d'un solde "global" des administrations publiques, mais pas du solde "primaire" (avant paiement des intérêts de la dette), variable pourtant très utile dans l'évaluation de la soutenabilité de la dette. La notion de "secteur public" est plus large : elle inclut la Banque centrale et les entreprises publiques, et est parfois utilisée pour analyser le "besoin de financement du secteur public" (dont on exclut parfois les entreprises publiques financières, dont la Banque centrale : on parle alors de "besoin de financement du secteur public non financier").

Les frontières ainsi tracées sont arbitraires. Par exemple, l'intégration des entreprises pétrolières nationales avec l'État est parfois telle qu'il serait justifié de les intégrer dans les "administrations publiques", et pas seulement pour leurs transferts avec le budget de l'État. PDVSA a ainsi à l'occasion servi à l'État vénézuélien à émettre des emprunts qui auraient été plus difficiles ou onéreux pour le souverain. L'entreprise pétrolière a aujourd'hui, dans la "République Bolivarienne", un rôle social qui la fait parfois se substituer à l'État, quand elle finance directement des programmes d'éducation ou de santé<sup>2</sup>. Autre exemple d'intégration forte : le "Programme Economique" proposé chaque année au Congrès par le gouvernement mexicain présente des soldes "avec" et "sans Pemex".

Mais c'est sans doute en Chine que la lecture des comptes publics officiels est la plus difficile. Apparemment, le déficit budgétaire chinois est modeste (pendant la décennie passée, il a atteint un pic de 2,6% du PIB en 2002) et la dette du "general government" très faible : 13% du PIB en 2010<sup>3</sup>. Par ailleurs, les autorités locales et provinciales ne sont en théorie pas autorisées par la loi chinoise à avoir des budgets déficitaires ni à émettre de la dette. En fait, leurs besoins financiers sont tels, parce qu'une grande partie des dépenses sociales et d'infrastructures sont à leur charge, qu'elles s'endettent à travers des véhicules *ad hoc*, dont la solidité financière intrinsèque est souvent médiocre<sup>4</sup>, et qui ne sont des emprunteurs acceptables que par la garantie implicite que leur apporte le bénéficiaire réel du crédit, l'administration locale<sup>5</sup>. Selon les sources, le montant total de ces dettes est estimé entre 5 000 (Banque centrale de Chine, mi-2009) et 11 000 milliards de yuans (Victor Shih, Northwestern University, fin 2009). Dans le second cas, cela représenterait 40% du PIB. Si l'on ajoute à la dette publique "officielle" non seulement ces dettes des autorités locales, mais aussi celles des banques de développement, et les crédits non performants portés par les "sociétés de gestion d'actifs" créées

<sup>2</sup> Dans le premier cas, Misión Ribas, dans le second, Barrio Adentro.

<sup>3</sup> Source : Moody's Statistical Handbook, mai 2010.

<sup>4</sup> "Standard & Poor's believes that the stand-alone creditworthiness of most of these entities ranges from moderate to very weak"; Standard & Poor's, "How Big a Worry Are Chinese Local Governments Debts?", 14 mars 2010.

<sup>5</sup> Ce point met en évidence une autre difficulté méthodologique (présente pas seulement dans le cas de la Chine) dans l'estimation des soldes et des dettes "publiques" : le traitement des garanties (surtout quand elles sont implicites) apportées par une entité publique.

lors du nettoyage des grandes banques commerciales publiques au début des années 2000<sup>6</sup>, le ratio dette publique/PIB passe alors à 70%<sup>7</sup> : Ce n'est pas dramatique, mais beaucoup moins confortable que 13%.

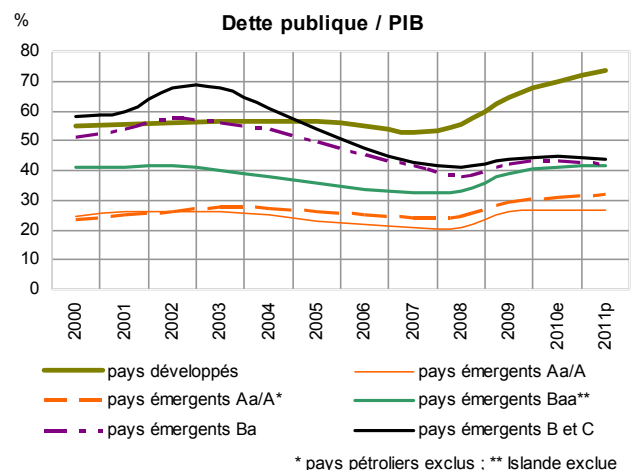
Une dernière définition, centrale pour analyser les finances publiques, celle du "solde primaire". Il s'agit du solde avant paiement des intérêts sur la dette publique (domestique ou extérieure). Le solde après prise en compte des intérêts est souvent appelé "solde financier".

## Un désendettement global

Un premier constat, très clair, est que le niveau d'endettement des pays émergents est aujourd'hui très sensiblement inférieur à celui des pays "développés"<sup>8</sup> : le ratio dette publique/PIB est en 2010 de 70% pour ces derniers, alors qu'il est inférieur à 45% pour les émergents, et même de 27% pour les émergents notés Aa ou A (cf. graphique 1). Par ailleurs, après la crise de 2008-2009 qui a partout provoqué un rebond du ratio dette/PIB, l'écart s'est creusé : alors que pour les pays développés ce ratio continue à augmenter (et toutes les projections indiquent que cette tendance va se poursuivre encore plusieurs années), il s'est déjà stabilisé pour les émergents.

Le désendettement relatif des pays émergents avait commencé dès 2003 (après un pic en 2002) : le ratio dette/PIB y décroît de manière significative dans toutes les catégories de notation (mais plus rapidement dans les pays les plus mal notés). Pendant ce temps, il est resté stable autour de 55% dans les pays développés.

Graphique 1. Un désendettement significatif des émergents



Source : Moody's, Crédit Agricole S.A.

<sup>6</sup> Il conviendrait sans doute d'ajouter aussi une part (inconnue) des prêts massifs accordés par le système bancaire à l'économie (et pas seulement aux autorités locales et à leurs véhicules de *funding*) à l'occasion du plan de relance initié en novembre 2008 : certains de ces prêts deviendront des crédits non performants, dont la charge sera *in fine* portée par l'Etat.

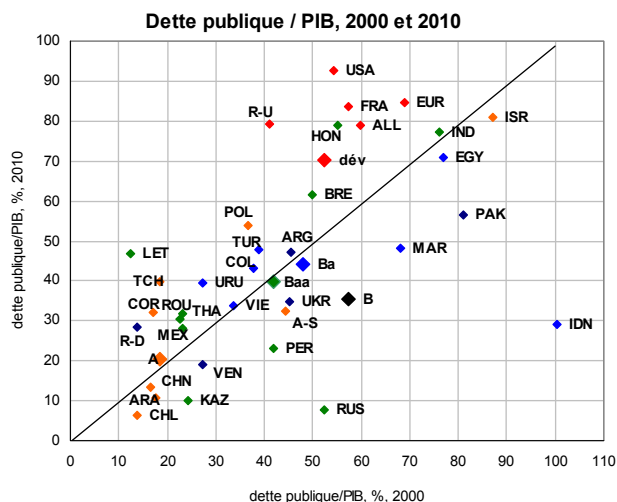
<sup>7</sup> Bank of America - Merrill Lynch, "Local Government Funding Vehicles: the sub-prime trap for China?", 22 mars 2010

<sup>8</sup> Dans cet article, la source principale est le Moody's Statistical Handbook dans son édition de mai 2010. Moody's utilise la notion de "general government" (traduit ici par "administrations publiques". A noter que la classification par notation (A/Baa/Ba/...) est celle de mai 2010 : ainsi le Brésil, upgradé par Moody's à Baa3 en septembre 2009, est classé dans le groupe des Baa pour toute la période d'analyse. Un inconvénient de l'utilisation de cette source est qu'elle exclut les pays les plus pauvres, pour la plupart non notés par les agences.

Sans surprise, parmi les émergents, le ratio dette/PIB est en moyenne d'autant plus faible que la notation est meilleure<sup>9</sup>. A l'exception des pays notés Aa ou A, la différence entre les catégories est toutefois beaucoup plus limitée en 2010 qu'en 2000 : il y a aujourd'hui moins de 4% d'écart entre la moyenne des Baa et celle des B et C, contre 17,5% en 2000 : le ratio est donc devenu beaucoup moins discriminant.

Il s'agit évidemment de moyennes. Dans chaque catégorie de pays, il existe des situations et des évolutions atypiques (cf. graphique 2). Par exemple, parmi les pays notés Baa, le ratio dette/PIB en 2010 varie de 7,6% en Russie, avec une forte chute entre 2000 et 2006, et 79% en Hongrie (où il a au contraire augmenté chaque année).

Graphique 2. Des évolutions parfois spectaculaires



Source : Moody's, Crédit Agricole S.A.

Parmi les pays ayant le plus fortement réduit le poids de la dette extérieure, trois illustrent divers chemins de réduction du poids relatif de l'endettement public : la Russie, où elle résulte d'un "effort budgétaire" (une forte progression du solde primaire), le Pérou, où le principal facteur de réduction a été la croissance réelle de l'économie, et l'Indonésie, où s'est superposée à la croissance en volume une forte progression nominale du PIB, en raison de la réévaluation du taux de change effectif réel.

L'évolution du ratio dette publique/PIB est liée au solde primaire, au taux de croissance de l'économie, et au taux d'intérêt payé sur cette dette. Si  $D_t$  est la dette publique et  $S_t$  le solde primaire, on a en effet :

$$D_t = D_{t-1} \cdot (1 + r) - S_t$$

où  $r$  est le taux d'intérêt sur la dette publique;

et si  $Y_t$  est le PIB et  $g$  son taux de croissance (nominal), on a aussi :  $Y_t = Y_{t-1} \cdot (1 + g)$

En combinant les deux équations, on obtient, en notant  $d_t$  le taux d'endettement ( $d_t = D_t/Y_t$ ) :

$$d_t < d_{t-1} \Leftrightarrow S_t > D_{t-1} \cdot (r - g)$$

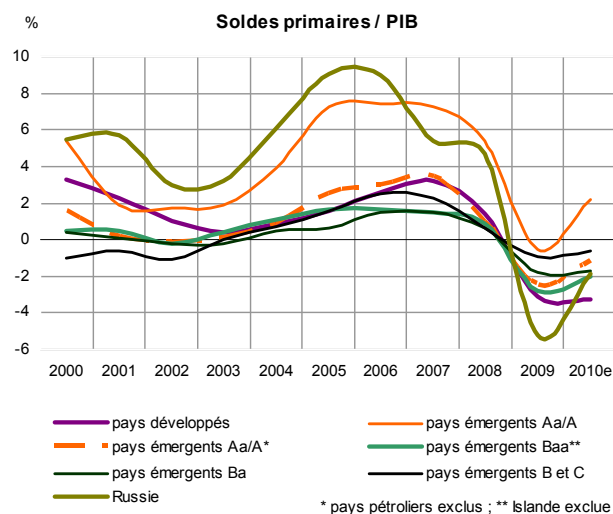
Si le taux d'intérêt est supérieur au taux de croissance ( $r > g$ ), il faut un solde primaire excédentaire, déterminé par la formule ci-dessus, pour stabiliser (ou réduire) le ratio d'endettement.

<sup>9</sup> Après un ajustement ayant consisté à retirer l'Islande (très endettée), du groupe des Baa.

## Une gestion plus rigoureuse des finances publiques

En 2000-2001, 39 des 80 pays émergents notés par Moody's enregistraient un déficit primaire de leurs administrations publiques (il s'agit de la moyenne sur ces deux années). En 2006-2007, ce chiffre était tombé à 20. L'amélioration des finances publiques des pays émergents entre le début de la décennie et 2007 est indiscutable (cf. graphique 3). En 2007, même si l'on retire de l'échantillon cinq pays pétroliers du Golfe Persique<sup>10</sup> (tous notés Aa ou A) aux finances publiques fortement excédentaires, le solde primaire moyen des émergents était de 2,2% du PIB. On observe aussi la performance exceptionnelle de la Russie, avec un excédent primaire moyen de 5,7% du PIB sur la période 2000-2008, qui lui permet de ramener son ratio d'endettement de 52,3% à 5,5%.

Graphique 3. Des soldes primaires sauf exception très homogènes



Source : Moody's, Crédit Agricole S.A.

On remarque cependant que cette amélioration n'est pas spécifique aux émergents : les pays développés font même légèrement mieux que les émergents. La meilleure gestion des finances publiques a donc contribué au désendettement des émergents, mais elle n'explique pas pourquoi ils se sont désendettés beaucoup plus rapidement que les pays développés.

Pour beaucoup d'émergents, l'"effort" a cependant été réel, surtout si on compare les années 2000 à la seconde moitié des années 90, pendant laquelle les finances publiques se détérioraient rapidement<sup>11</sup>. Le "consensus de Washington" qui visait à fixer des principes de "bonne politique économique", datait pourtant de 1990<sup>12</sup>, et était déjà sérieusement remis en cause à la fin des années 90. Mais pas ses trois premiers principes :

<sup>10</sup> Arabie Saoudite, Emirats Arabes Unis, Koweït, Oman, Qatar

<sup>11</sup> Voir par exemple, pour l'Amérique latine, M. Cárdenas et E. Lora, "La reforma de las instituciones fiscales en América latina", Banque Interaméricaine de Développement, 2006. Pour l'Asie : "Regional Economic Outlook: Asia and Pacific", FMI, septembre 2005.

<sup>12</sup> John Williamson, "Latin American Adjustment: How Much Has Happened", avril 1990. Les dix principes de Williamson visaient surtout l'Amérique latine après la crise de dette quasi générale des années 80, mais ils ont constitué la base du discours du FMI et de la Banque mondiale pendant la décennie suivante (dans une version moins nuancée que celle de Williamson). Ils incluaient aussi des recommandations beaucoup plus contestées, notamment celles sur la libéralisation des mouvements de capitaux.

(i) la discipline budgétaire ; l'objectif était ici explicitement de maîtriser le ratio dette publique/PIB ;  
 (ii) la réorientation de la dépense publique : il s'agissait de mieux définir des "priorités" ; étaient notamment visées les subventions, accusées d'être souvent mal ciblées ;  
 (iii) la réforme fiscale : les revenus de l'État, mesurés par le ratio recettes budgétaires/PIB, étaient jugées souvent beaucoup trop faibles.

Vers la fin des années 90, beaucoup de pays ont commencé, de leur propre initiative ou sous la pression des institutions de Washington, à mettre en place des "règles fiscales" (*fiscal rules*). L'objectif à peu près général des règles fiscales est la maîtrise du ratio dette publique sur PIB, parfois habillé de considérations sur le souci de "ne pas pénaliser les générations futures" par une politique budgétaire "irresponsable" dont ils auraient à "porter le fardeau". Un des précurseurs est l'Allemagne : la République Fédérale a inscrit dès 1972 dans sa Constitution des contraintes sur son déficit public. Aujourd'hui, de très nombreux pays ont mis en place des règles très diverses<sup>13</sup> : (le plus souvent) sur des soldes budgétaires (global ou primaire), sur la progression des dépenses, ou sur des ratios d'endettement (au PIB ou aux revenus publics). Ces règles sont éventuellement adaptables en fonction de la conjoncture (en particulier pour les pays exportateurs de matières premières, qui peuvent ainsi se contraindre à une politique budgétaire contra-cyclique). Surtout, le degré d'engagement varie considérablement d'un pays à l'autre : cela va de traités internationaux qui peuvent même prévoir des sanctions en cas de non respect (par exemple, celui liant les pays de la zone euro) aux simples déclarations "solennelles" d'un président ou d'un Premier ministre en exercice pendant une campagne électorale, en passant par l'inscription dans la Constitution ou le vote d'une loi par le Parlement.

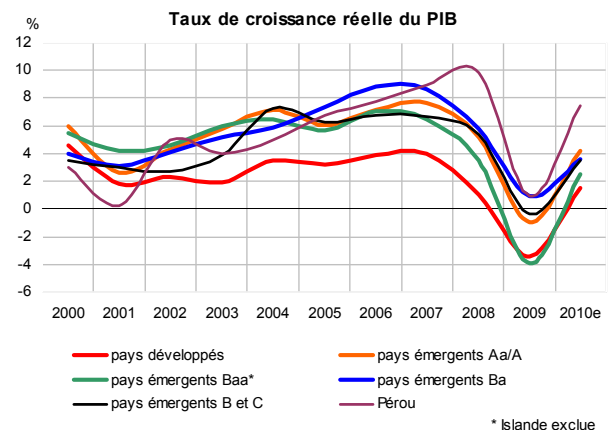
L'impact des règles fiscales est contesté. D'une part, l'intention (affichée par la règle) ne remplace jamais l'action : la discipline est surtout jugée *ex-post*. Le seul fait de disposer d'une règle, voire d'annoncer la prochaine mise en place d'une règle encore à préciser, suffit cependant parfois à prédisposer favorablement les marchés et les agences de notation. Pourtant, il a aussi été avancé que l'un des effets pervers de la mise en place d'une règle fiscale peut être de stimuler la "créativité budgétaire" : sous une pression suffisante, les ministères des Finances peuvent ainsi s'avérer très imaginatifs pour contourner une disposition qu'ils sont chargés d'appliquer. D'autre part, fixer un objectif en termes de solde budgétaire, le cas le plus fréquent, ne garantit rien sur l'efficacité économique ou sur l'équité du système fiscal, ni sur l'efficacité ou la qualité des dépenses publiques. Un exemple d'une telle situation est le Mexique, où l'existence et la mise en œuvre assez rigoureuse d'une règle fiscale conduit à une réelle discipline budgétaire et à une bonne maîtrise de la dette publique mais aussi, en l'absence de réforme fiscale, à une attrition progressive de l'État, de moins en moins capable d'assurer ses fonctions régaliennes et sociales. Donc transparence, surveillance et règle.

<sup>13</sup> Une analyse approfondie des principes et des pratiques des règles fiscales peut être trouvée dans un papier du Département des Affaires Fiscales du FMI : "Fiscal Rules - Anchoring Expectations for Sustainable Public Finance", FMI, novembre 2009. Son annexe 1 présente un tableau synthétique de l'ensemble des règles fiscales dans le monde.

## Le facteur décisif : une croissance plus élevée

La différence entre pays émergents et pays développés dans l'évolution du ratio dette publique/PIB s'explique surtout par le différentiel de croissance (cf. graphique 4). Pendant la période 2000-2010, le taux de croissance annuel moyen des pays développés a été de 1,9% ; il a été de 4,7% pour les pays émergents (ceux notés par Moody's). Sur dix ans et toutes choses égales par ailleurs, le différentiel est de 32%.

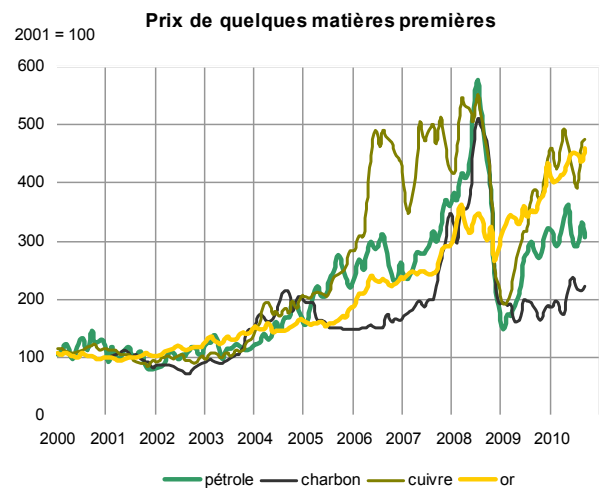
Graphique 4. Un net différentiel de croissance



Source : Moody's, Crédit Agricole SA

Le Pérou a ainsi ramené son ratio dette publique/PIB de 42,0% en 2000 à 23,1% en 2010. Grâce bien sûr à un effort budgétaire, en partant d'une situation très dégradée jusqu'en 1995, mais surtout grâce à des taux de croissance les plus élevés parmi les émergents : 5,5% en moyenne sur la décennie, et même 6,9% depuis 2004, date à laquelle le ratio d'endettement commence à baisser rapidement.

Graphique 5. A little help from my (Chinese) friends



Source : Datastream, Crédit Agricole S.A.

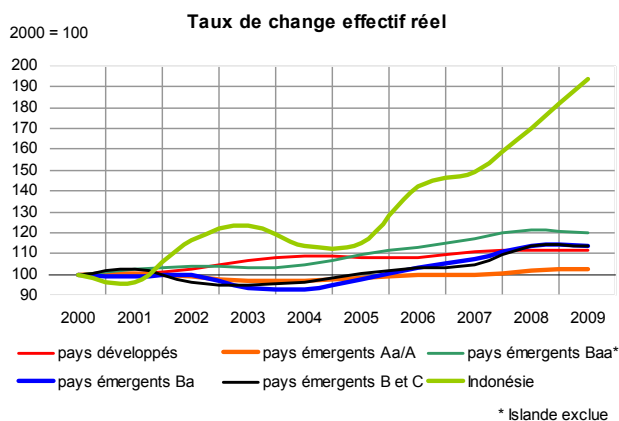
Pour le Pérou comme pour beaucoup d'autres pays émergents (en Amérique latine et au Moyen-Orient, et dans quelques cas en Afrique), l'envolée des prix des matières premières entre 2004 et 2008 (cf. graphique 5), largement nourrie par la croissance asiatique, a évidemment été décisive dans l'accélération de la croissance. Et même si la taxation du secteur minier est parfois faible (c'est le cas au Pérou), la très forte progression des profits des entreprises

et du commerce extérieur (y compris les importations supplémentaires permises par la hausse des exportations) a aussi contribué à renforcer les finances publiques et à dégager des excédents. Certains pays, surtout les exportateurs de pétrole mais aussi le Chili, ont même pu constituer une épargne publique significative, souvent sous la forme de fonds souverains.

Dans la relation entre le solde primaire, le taux d'intérêt sur la dette et le taux de croissance économique pour stabiliser le ratio d'endettement, le taux de croissance "g" est en fait un taux de croissance nominal du PIB en USD. Un taux de croissance élevé (qui, on l'a vu, contribue à réduire le ratio dette/PIB) peut résulter d'une croissance réelle (en volume), mais aussi d'une hausse du taux de change effectif réel : toute chose égales par ailleurs, et sans croissance en volume, le PIB exprimé en USD augmente si la monnaie locale ne se déprécie pas suffisamment pour compenser le différentiel d'inflation (généralement positif) avec les partenaires commerciaux.

Or il apparaît (cf. graphique 6) qu'en moyenne, et à l'exception des pays notés Aa ou A, les devises des pays émergents ont eu tendance à s'apprécier, en particulier à partir de 2004. Pour les autres catégories (Baa, Ba, B et C), la réévaluation réelle moyenne sur la période 2004-2009 est de 18%.

**Graphique 6. Une tendance à l'appréciation du TCER**



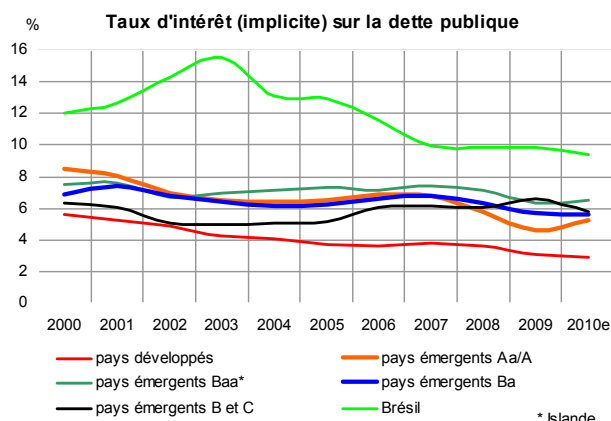
Source : Moody's, Crédit Agricole S.A.

Dans certains cas, cet "effet change" peut être beaucoup plus important, et avoir un impact arithmétique sur le ratio d'endettement nettement plus fort que la rigueur de la gestion des finances publiques ou la croissance réelle de l'économie : en Indonésie, qui est le pays où la chute du ratio a été la plus spectaculaire sur la décennie (de 100% à 29%, voir graphique 2), le taux de change effectif réel de la roupie a augmenté de 94% sur la période. Il s'agit en partie d'une correction progressive après l'effondrement de la monnaie indonésienne lors de la crise asiatique (cours moyen vs. USD : 2 909 en 1997, 10 014 en 1998). Dans le cas indonésien, cette correction s'est faite assez peu par réappréciation nominale (le taux de change IDR/USD varie entre 9 000 et 10 000 depuis dix ans), mais plutôt par non compensation du différentiel d'inflation. Mais dans d'autres cas (Amérique latine, Europe centrale), il y a même eu appréciation nominale de la monnaie locale par rapport à l'USD.

## La contribution de la baisse des taux : assez modeste sauf exception

La condition de stabilisation du ratio d'endettement mentionnée plus haut fait aussi apparaître le rôle du taux d'intérêt moyen sur la dette publique : plus il est bas, plus il sera aisé d'atteindre les chiffres de croissance ou de solde primaire autorisant la stabilisation. Il ne semble pas que la baisse des taux d'intérêt ait joué un rôle décisif dans la diminution du ratio d'endettement moyen des émergents. Elle est en effet restée, à quelques exceptions près, très modeste (cf. graphique 7<sup>14</sup>).

**Graphique 7. Une baisse limitée des taux d'intérêt**



Source : Moody's, Crédit Agricole S.A.

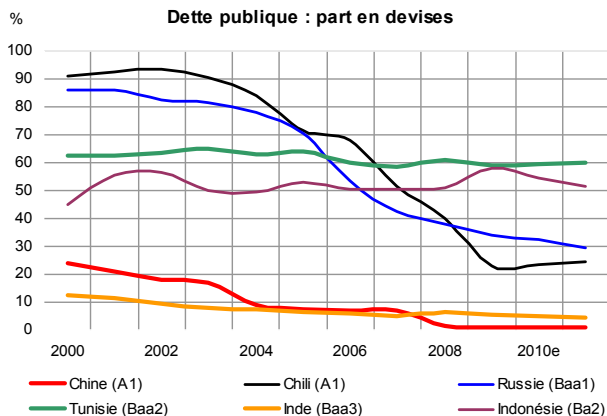
Une des exceptions est le Brésil : en raison de son historique d'instabilité, de la part très élevée des devises et de la dette en *reais* mais à taux flottant (seulement 2,2% de la dette était en *reais* à taux fixe en 2002), mal noté par les agences (B+ avec *outlook* négatif pour Standard & Poor's en juillet 2002), avec des marchés financiers effrayés par la perspective de l'élection de Lula en 2002, le pays payait au début de la décennie un taux d'intérêt très élevé sur sa dette publique (jusqu'à 15,6% en 2003). Même si ce taux reste aujourd'hui largement au-dessus de la norme pour les pays de même notation (9,4% contre 6,5%), l'amélioration des conditions d'endettement du Brésil est très significative et a contribué à faire baisser le ratio dette publique/PIB.

## Une dette de plus en plus locale

Une évolution importante des dettes publiques des pays émergents est la tendance assez générale des Trésors à essayer de satisfaire une part croissante de leurs besoins de financement en devises locales, par les marchés locaux.

Dans certains pays, le développement de fonds de pensions locaux a grandement contribué à cette évolution, d'autant que leur réglementation limite souvent leurs possibilités d'investir à l'étranger. Mais des investisseurs institutionnels internationaux, à la recherche de rentabilité et dont l'aversion au risque émergent est sans doute devenue moindre et en tout cas plus sélective, participent de plus en plus aux émissions de titres publics en monnaies locales. "Financement en monnaie locale" n'est donc pas synonyme de "financement domestique".

<sup>14</sup> Les taux d'intérêt représentés par le graphique 7 sont "implicites" dans le sens où la source utilisée (Moody's, voir note 3) ne les donne pas directement. Ils ont été calculés en rapportant le ratio "intérêts/PIB" (lui-même calculé comme différence entre les ratios "solde financier/PIB" et "solde primaire/PIB") au ratio "dette publique/PIB".

**Graphique 8. Une part en monnaie locale (en général) en hausse**

Source : Moody's, Crédit Agricole S.A.

La part du financement en monnaie locale ne croît pas partout au même rythme. D'une manière générale, elle est plus élevée dans les pays émergents les plus avancés, qui disposent plus souvent d'un marché local des capitaux émergent ou même développé : la part des devises est de 30% dans les pays notés Aa ou A, 40% dans les Baa, 55% dans les Ba, et jusqu'à 65% dans les pays notés B ou C. Mais à l'intérieur d'une même catégorie de notation, les différences peuvent être très nettes (cf. graphique 8), entre des pays ayant toujours privilégié le financement domestique de la dette publique, et où la part de la dette en devises est très faible depuis longtemps (l'Inde), ceux qui ne réussissent pas, par exemple en raison d'un marché domestique des capitaux trop étroit, ou qui ne souhaitent pas ponctionner ce marché (la Tunisie), et ceux qui il y a dix ans étaient très dépendants des marchés internationaux mais ont réussi à basculer sur des financements en monnaie locale (le Chili).

### Les perspectives à moyen terme : les besoins augmentent

Peut-on prolonger la tendance passée au désendettement des émergents ? Nous sommes assez franchement optimistes sur ce qui a été depuis dix ans le principal facteur de la baisse du ratio dette publique/PIB : la croissance des émergents devrait rester soutenue dans les pays émergents, même si la purge des bilans dans les pays développés (États, et dans certains cas ménages) y freinera la progression de la demande adressée au reste du monde.

La croissance du PIB par les prix, ou par le taux de change effectif réel, est beaucoup plus incertaine. Les monnaies de nombreux pays émergents (Brésil, Afrique du Sud...) sont déjà surévaluées, et l'impact de cette surévaluation sur l'activité domestique inquiète les gouvernements. Même en imaginant que ces monnaies échappent à une correction brutale (grâce aux prix des matières premières, aux entrées de capitaux), leur potentiel d'appréciation est sans aucun doute bien moindre qu'il y a dix ans. Les taux de change contribueront donc peu à de nouvelles baisses des ratios d'endettement.

L'apport des taux d'intérêt devrait quant à lui persister. La liquidité des marchés, la recherche de rentabilités qui resteront quoi qu'il arrive plus fortes que dans les pays développés "sans risque", et le niveau initial des taux d'intérêts en monnaies locales – vers lesquelles de plus en plus de pays vont se tourner – permettent des baisses supplémentaires.

Le pronostic le plus difficile est celui sur les soldes des finances publiques. L'expérience des pays développés tend à montrer qu'avec la progression des revenus par tête, avec l'élévation des niveaux d'éducation, et avec le vieillissement des populations, les attentes des citoyens tendent à augmenter. Beaucoup d'émergents devront en outre, pour ne pas bloquer la croissance de leur économie, financer des programmes d'infrastructures souvent très lourds.

Face à ces besoins, les États ne disposent pas de beaucoup de marge côté recettes : même si leur prélèvement sur l'économie est nettement inférieur à ce qu'il est dans les pays développés (le ratio recettes publiques/PIB est le plus souvent inférieur à 30%, voire à 20%), la légitimité de l'impôt n'y est pas toujours forte. Soit parce que les citoyens estiment (parfois avec quelque raison) que la médiocrité des services fournis par l'État en contrepartie des prélèvements fiscaux est médiocre, soit en raison de l'histoire politique du pays (en Europe centrale et orientale), soit parce que, dans un contexte d'inégalités fortes, les plus riches estiment ne rien devoir ni aux pauvres ni à l'État (Amérique latine). Sans anticiper de dérapage majeur, il ne nous semble donc pas acquis que les finances publiques des pays émergents dégageront dans la décennie à venir les excédents qui ont contribué au désendettement relatif des États depuis dix ans. ■

Jean-Louis MARTIN

jean-louis.martin@credit-agricole-sa.fr



## Les finances publiques des pays émergents : 2<sup>e</sup> partie

■ Crises bancaires et dettes publiques : une analyse empirique	1
■ Les fonds souverains, témoins des déséquilibres mondiaux	7
■ Initiative PPTE : moins de dette, et après ?	9

### Crises bancaires et dettes publiques : une analyse empirique

La crise financière mondiale a débuté dès l'été 2007 pour un certain nombre de pays émergents. Sa transformation en crise économique pendant l'été 2008 et ses récents développements au début 2010 dans certains pays développés, notamment en Europe de l'Ouest, ont mis en évidence l'interaction forte entre la qualité des systèmes bancaires et l'évolution des dettes publiques. En Ukraine, en Lettonie, mais aussi en Islande, au Royaume-Uni et en Irlande, les États ont dû intervenir pour le sauvetage de leur système bancaire, à un coût élevé pour les finances publiques. L'objet de cette étude est donc, après avoir rappelé les spécificités des systèmes bancaires des pays émergents, d'inventorier dix-huit grandes crises financières qui, depuis 1981, ont eu un impact sur la solvabilité des souverains, et de rappeler que ces crises ont presque toujours été précédées de bulles de crédit et de chocs de change. Une comparaison avec les crises financières récentes dans les pays développés conduit à conclure que leurs causes sont, au final, assez proches de celles constatées dans le passé dans les pays émergents. Enfin, une évolution des méthodologies d'analyse des systèmes bancaires devrait permettre dans le futur, une meilleure anticipation des risques, voire une prévention des crises à venir.

#### Les spécificités des systèmes bancaires des pays émergents

Les systèmes bancaires des pays émergents possèdent des caractéristiques propres qui les distinguent de ceux des pays développés :

- Alors que l'environnement juridique a beaucoup évolué au cours des années passées avec des lois bancaires souvent récentes et plus proches des standards internationaux, certaines faiblesses structurelles dans la supervision des banques, l'organisation financière du pays (juridique, de marché), ou concernant l'indépendance des Banques centrales subsistent et fragilisent la qualité intrinsèque du système. Une illustration de ces lacunes dans la supervision peut être trouvée dans les « related businesses », ou le financement par des banques d'entreprises sœurs ou d'actionnaires, dans un contexte de systèmes de gestion opaques et d'analyse des risques peu sophistiquée.
- La forte proportion d'actifs en devises étrangères (i.e. fortes) dans les bilans, proportion corrélée au taux de dollarisation ou d'euroïsation de l'économie (Banques d'Europe centrale ou de la CEI). La dollarisation des dépôts, parfois sensiblement inférieure à celle des actifs bancaires, est souvent le corollaire d'une défiance de la population envers la solidité du système ou de la monnaie elle-même.

Des spoliations passées (gel des dépôts, hyperinflation, faillites bancaires, réformes monétaires) sont souvent à l'origine de cette fragilité pouvant générer des retraits massifs de dépôts en cas de perte de confiance envers un établissement. Si cette tendance diminue dans beaucoup d'économies en développement, elle reste assez forte et porteuse de risques dans certains pays (cf. Uruguay en 2002 ou Ukraine en 2009).

- Un risque de liquidité souvent élevé, généré par des dépôts domestiques faibles ou volatils et/ou une dépendance excessive au refinancement international (lignes interbancaires)
- Le poids souvent élevé de l'actionariat étatique, soit parce que les gouvernements locaux ont laissé inachevé le mouvement de privatisation, soit par volonté politique de continuer à maîtriser, à travers le crédit, le développement économique du pays (cas des économies anciennement dirigées de CEI et d'Asie). Ceci implique une politique de crédit souvent orientée en priorité vers des entreprises étatiques et une attention parfois moindre à la rentabilité des actifs ou à la maîtrise des risques.
- Une forte présence de banques étrangères en général issues de pays développés (en Europe centrale, Amérique latine, Afrique, et certains pays d'Asie). C'est d'une part un élément stabilisateur des banques et un facteur d'amélioration de la gestion des risques. Mais cette situation implique aussi



un risque de mise à disposition de la maison-mère, si celle-ci est en difficulté, des ressources de la filiale émergente, ce qui peut aggraver la crise locale (Mexique 2008).

Les caractéristiques ci-dessus expliquent que les taux de prêts non performants sont souvent supérieurs et plus volatils dans ces systèmes bancaires que dans ceux des pays développés, ce qui exige presque toujours un ratio de capitalisation supérieur.

## Les crises bancaires et leur impact sur la dette des souverains : un inventaire

Le **tableau 1** ci-dessous présente un certain nombre de grandes crises financières dans les pays émergents, et leurs conséquences sur les dettes souveraines. On a sélectionné les pays émergents qui ont subi une crise financière majeure au cours des 15 à 20 dernières années, avec un boom de crédit avant la crise et, après la crise, une augmentation du ratio de dette publique sur PIB supérieure à 10% en deux ans. Le seuil d'augmentation de la dette publique de 10% en deux ans est suffisamment élevé, quel que soit le pays ou la zone géographique, pour témoigner d'une rupture significative et brutale dans l'évolution financière d'un État et donc assimilé comme tel à une crise. Il garde suffisamment un caractère exceptionnel pour exclure du champ de l'analyse les dérives de la dette souveraine issue d'une mauvaise gestion des ressources publiques (par exemple dérive lente et régulière de la dette publique hongroise depuis 2000).

Les dérapages les plus significatifs de la dette publique associent souvent une crise systémique bancaire et une crise de la balance des paiements. La dépréciation monétaire consécutive à une crise de la balance des paiements est donc intégrée dans le tableau dans une colonne intitulée « effet de change ».

Ont été exclus du champ de l'étude : (i) les pays en développement de petite taille ou très pauvres où le secteur bancaire trop peu développé pour provoquer un choc systémique avec impact grave sur la structure économique du pays (Afrique sub-saharienne par exemple), (ii) les crises du souverain où c'est le défaut du souverain sur sa dette (externe ou locale) qui impacte le système bancaire (Russie 1998, Argentine 2001) et (iii) les cas où les actionnaires ont joué leur rôle pour sauver le système bancaire en difficulté (cas de la surchauffe bancaire en Europe centrale où les pressions pour que les banques occidentales accomplissent leur devoir d'actionnaire ont permis de transférer les déséquilibres au niveau des maisons-mère bancaires pour limiter l'impact sur le souverain, par ex. en Estonie ou en Lituanie) et ceux où des mécanismes de solidarité de place se sont mis en œuvre sans impacts sur les dettes publiques. De même, les dettes publiques qui ont évolué défavorablement en raison de l'impact d'une dépréciation du change sur la partie libellée en dollar, cas de l'impact de la crise asiatique sans déséquilibres bancaires (Brésil 2002, Venezuela 2002, etc.) sont également en dehors de l'étude car non lié à une crise bancaire.

Cette analyse empirique est donc une simple observation des crises passées, avec quatre variables : (i) l'évolution du crédit bancaire avant et après la crise (en points de PIB) ; (ii) la dépréciation du change pendant la crise (en général 1 an) ; (iii) l'évolution du ratio dette publique (D = dette générale gouvernementale) sur PIB avant et après la crise, et (iv) le type d'impact selon que le souverain intervient dans le soutien des banques ou non.

## Les crises bancaires dans les pays émergents

L'analyse empirique des crises financières étudiées permet de tracer quelques lignes de force communes :

- Les crises financières sont très souvent précédées d'un boom du crédit quelques années (ou quelques mois) avant la crise, avec une croissance du crédit très nettement supérieure à la croissance économique, signalant ainsi un risque élevé de surendettement des entreprises ou des ménages. L'ampleur du boom de crédit est d'autant plus important que des bulles spéculatives (surévaluation de la valeur des actifs boursiers ou immobiliers dans un marché « euphorique ») sont en cours de constitution (Indonésie, Philippines), ou que les autorités de tutelle sont défaillantes (Kazakhstan, Ukraine) ou les deux combinés. L'éclatement de ces bulles est toujours suivi d'une forte hausse des créances douteuses et litigieuses (CDL) lors du retournement de cycle.

- La question de la liquidité (précarité des refinancements externes, à CT et volatils) est très souvent l'élément déclencheur de la crise. En revanche, les crises bancaires systémiques générées par un retrait massif des déposants restent rares (Uruguay 2002) et frappent plutôt des établissements spécifiques.

- La fragilité intrinsèque du système bancaire, i.e. soit de l'environnement (contrôle défaillant, gouvernance douteuse, marchés inorganisés), de la culture bancaire (professionnalisme médiocre et mauvaises anticipations des retournements de cycle), ou des banques elles-mêmes (sous capitalisation, mauvaise politique de crédit, liquidité problématique, faible transparence des actionnariats), n'est pas en elle-même génératrice de crise mais accentue significativement le choc lorsqu'il survient (crise asiatique, Amérique latine, Kazakhstan, Ukraine).

- Les crises sont, dans la plupart des cas étudiés (14 sur 18 crises), génératrices d'un risque systémique. Dès lors, l'État est donc contraint à être le prêteur en dernier ressort voire le sauveteur ultime d'une banque ou d'un groupe de banques en difficulté. En cas de risque systémique, les moyens de l'éviter ou d'en atténuer les effets existent mais sont peu efficaces lorsque les crédits sur PIB augmentent de plus de 30 points de PIB sur une période courte (2 ou 3 ans) et qu'ils atteignent voire dépassent les 100% du PIB (un ratio considérable pour des pays en développement). Contraindre l'actionnaire à son devoir de soutien est une solution (cf. crise récente en Europe centrale ou dans les pays baltes) mais elle reste limitée par l'implication souvent élevée de l'État dans l'actionariat des banques. Le choix de certains pays de ne pas soutenir des banques en faillite lorsque le risque systémique n'est pas en jeu (Indonésie, Kazakhstan) est toujours dommageable en termes d'image et de retour à l'accès des marchés de capitaux internationaux.

- Après la crise, le boom de crédit est généralement suivi d'un *credit crunch*, qu'il soit volontaire (désendettement des entreprises ou des ménages surendettés) ou subi (fuite des capitaux spéculatifs). Il accentue les effets récessifs sur l'économie et en retarde le redressement. La sortie de crise est d'autant plus rapide que l'assainissement du bilan des banques et leur recapitalisation est efficace et vigoureuse (plans de défaisance). Ne pas le faire empêche le retour du crédit, retarde la reprise économique et la diminution de l'endettement public par une croissance atone ou inférieure à son potentiel. Certains pays peuvent faire le choix d'un contrôle des capitaux à l'entrée pour prévenir l'apparition de nouvelles bulles spéculatives.



Tableau 1. Crises bancaires et dette publique dans les pays émergents : quelques exemples emblématiques

PAYS	Année de la crise	Boom du crédit avant crise (pt PIB)	Réduc. du crédit post crise (pt PIB)	DP/PIB avant crise (%)	DP/PIB après crise (%)	Effet de change	Type d'impact	Commentaires
<b>Chili</b>	1981-1984	n.d.	-10	n.d.	n.d.	Très fort et durable (-56%)	Direct et indirect	Après un mouvement de privatisation dans les années 70, la défaillance du système bancaire chilien dans les années 80 par manque de contrôle central, dérive du crédit et matérialisation du risque de change a rendu nécessaire un soutien inconditionnel de l'Etat (nationalisation de 8 banques), à un coût pour les finances publiques estimé à environ 40% du PIB.
<b>Mexique</b>	1994	24	-16	25	41	Très fort et durable (-56%)	Direct et indirect	Le système bancaire mexicain, largement privatisé entre 1991 et 1992, a été laissé sans une supervision adéquate, en position de financements liés (related parties) et largement en risque de change. Il a donc pris de plein fouet la crise du peso en 1994. L'Etat n'a pas nationalisé les banques mais un programme de recapitalisation a été mis en place. L'impact sur la dette publique est resté modéré et plus lié au choc de change (tesobonos peggés au dollar) qu'au soutien aux banques (dont le coût a cependant été significatif).
<b>Thaïlande</b>	1997	>32	-78	14	54	Fort et durable (-38%)	Direct et indirect	Combinaison d'une crise de change après une sortie du peg au dollar US et d'une crise systémique bancaire (dépendance excessive des banques au refinancement international et mismatch de devises dans leur bilan) précédée d'un boom du crédit lié à une bulle immobilière, une transparence limitée et une défaillance des contrôles. L'Etat n'a pas pu sauver son système bancaire (défaut et restructuration de Krung Thai Bank avec abandon de créance de 75%). La dette publique expose à la suite de cette crise majeure.
<b>Philippines</b>	1997	60	-50	56	66	Fort et durable (-35%)	Direct et indirect	Contagion de la crise asiatique combinant une crise de change (sortie du peg au dollar US) et d'une crise systémique bancaire issue du financement d'une bulle spéculative de crédit, notamment immobilière avec une dépendance excessive des banques au refinancement international. La dette publique dérape malgré une restructuration de la dette privée.
<b>Indonésie</b>	1998	83	-104	25	92	Très fort et durable (-82%)	Direct et indirect	Vicime de la contagion de la crise asiatique, le boom du crédit, notamment dans le secteur immobilier, est constaté avant la crise. La mauvaise gouvernance du régime politique, la faillite des banques, la dépréciation très brutale du change aboutit à une crise majeure allant jusqu'au défaut souverain et aux restructurations (club de Paris et Londres). La dette publique en dollar s'envole (100% du PIB en 2000).
<b>Equateur</b>	1998	n.d.	n.d.	72	120	Très fort et durable (-76%)	Direct et indirect	La crise de 1998 en Equateur s'est matérialisée par une contagion de la crise asiatique (chute des cours du pétrole) ayant provoqué une très forte dépréciation du change, une récession sévère, une crise bancaire majeure, un coût élevé du soutien aux banques en difficulté et finalement un défaut sur la dette souveraine. Après restructuration, le ratio dette sur PIB se réduit à 66%. L'Equateur dollarise alors son économie par l'adoption d'un régime de change fixe au dollar US qui reste toujours en vigueur en 2010.
<b>Jamaïque</b>	1998	12	-19	100	150	Fort et durable (-30%)	Direct et indirect	L'effondrement du secteur bancaire dans les années 1996-1997, peu régulé, dollarisé dans un contexte de surévaluation monétaire, et affecté par un risque de taux élevé a fortement impacté (par le coût de son sauvetage i.e. environ 30% du PIB) la dette publique, déjà à un niveau élevé en raison d'une politique fiscale laxiste et de graves lacunes de gouvernance publique. Le défaut souverain (Clubs de Londres et de Paris) était inévitable.
<b>Brésil</b>	1998	12	-10	40	61	Fort et durable (-40%)	Néant	L'évolution défavorable de la dette publique entre 1997 et 1999 n'est pas liée à une crise bancaire mais à une forte dépréciation du real et à l'impotence de la dette souveraine en devises. Une légère surchauffe bancaire est toutefois constatée mais dans le cadre d'un secteur sain et réactif en période de forte inflation.
<b>Corée du Sud</b>	1998	16	0	13	20	Fort et temporaire (-50%)	Néant	La Corée a vécu, lors de la crise asiatique, la combinaison d'une crise de surendettement externe des entreprises (qui s'est observée par une légère surchauffe dans le secteur bancaire) et d'un mauvais profil de remboursement de la dette externe sans impact majeur sur la dette publique toutefois (les banques en faillites ont été nationalisées et revendues à des étrangers). Le choc de change est resté limité dans le temps. Pas de credit crunch en raison d'une réorientation des prêts bancaires vers les particuliers au détriment des entreprises.
<b>Chine</b>	2001-2003	28	-20	17	19	néant	Néant	Le système bancaire chinois est presque totalement étatisé au début des années 2000. Les banques publiques appliquent une politique de crédit d'un pays sous économie administrée en orientant 80% des prêts vers les entreprises étatiques dans un rôle plus social qu'économique. La taille colossale des prêts non performants (50% du total soit environ 4 fois les fonds propres, 40% du PIB et 100% de la dette externe) est absorbée dans la durée sans hausse officielle et visible de la dette publique lors d'opérations de défaillance d'ampleur nationale (1999 et 2003).

Sources : BRI, Moody's, EIU, Eurostat, données Banques centrales, Bloomberg, Crédit Agricole S.A.

Tableau 1. Crises bancaires et dette publique dans les pays émergents : quelques exemples emblématiques (suite)

PAYS	Année de la crise	Boom du crédit avant crise (pt PIB)	Réduc. du crédit post crise (pt PIB)	DP/PIB avant crise (%)	DP/PIB après crise (%)	Effet de change	Type d'impact	Commentaires
Turquie	2000	31	-30	40	78	Très fort et durable (-67%)	Direct et indirect	A la fin des années 90, le système bancaire turc, d'un niveau de gouvernance faible, a assisté une grande partie de sa rentabilité sur le différentiel de taux de rémunération entre le livre turque et le dollar (compte de capital ouvert). La spéculation contre le livre a abouti à une crise bancaire systémique puis à une crise de change majeure ayant obligé l'Etat à assurer la recapitalisation des banques. Dix ans après la crise, le ratio dette publique sur PIB est toujours supérieur de 6% à celui d'avant crise.
Uruguay	2002	70	-64	34	84	Fort et durable (-50%)	Direct	« Coffre-fort » du sud de l'Amérique latine, le système bancaire uruguayen collectait massivement les dépôts argentins en USD jusqu'à la crise argentine de 2001. Les déposants y ont effectué des retraits massifs, provoquant une crise de liquidité majeure, notamment dans les banques publiques. La restructuration des dépôts en USD et le coût du soutien aux banques publiques ont eu un impact direct sur la dette du souverain qui en souffre encore 9 ans plus tard (dette publique/PIB : 39% en 2009 pour 27% en 2000).
République Dominicaine	2003	29	-26	18	56	Fort et assez durable (-67%)	direct	Des fraudes de plusieurs centaines de millions de dollars dans la principale banque du pays, une dollarisation excessive du secteur bancaire et une ruée sur les dépôts bancaires a abouti au défaut et à la restructuration de la dette souveraine. L'impact reste limité en termes de dette publique sur PIB en raison de la restructuration.
Kazakhstan	2008	39	-38	5	9	Moderé, tardif et durable (-20%)	Image	La croissance non maîtrisée des actifs du secteur bancaire et le dérapage incontrôlé de la dette externe des banques de 2005 à 2007, assortis de sous-capitalisations, d'une liquidité médiocre, de fraudes internes et de défaillance dans la supervision ont abouti à la faillite de 4 établissements financiers début 2009, dont deux majeurs. Non soutenus par l'Etat, en dépit de ses engagements (il était même parfois actionnaire). Impact minime sur la dette publique, l'Etat n'ayant pas joué son rôle de prêteur en dernier ressort malgré la disponibilité de ressources. L'image du souverain en a été affectée. La dévaluation du tenge est intervenue par la suite. La très médiocre qualité des banques mérite toujours une surveillance vigilante.
Russie	2008	16	n.d.	5	8	Fort et temporaire (-29%)	Néant	Le soutien apporté aux banques par le souverain russe lors de la crise de 2008-2009 s'est réalisé sous la forme de liquidités injectées par la Banque centrale sur le marché interbancaire pour atténuer les tensions de marché. Certaines banques publiques sont intervenues directement pour sauver des banques en difficulté ou pour saisir des opportunités de croissance. L'Etat russe a fait le choix d'utiliser une partie des ressources du Fonds de réserve (-100 Mds USD entre 2008 et 2010) pour ce soutien en liquidité plus qu'en fonds propres et donc sans impact sur la dette publique. L'évolution des CDL mérite une attention particulière.
Lettonie	2009	50	En cours	9	47	Aucun	Direct et indirect	Les déséquilibres macro-économiques de la Lettonie ont eu pour origine une surchauffe dans le système bancaire et un accroissement insoutenable de la dette externe, très majoritairement portée par les banques, et ayant entraîné la plus forte récession des pays émergents en 2009. L'accroissement des déficits budgétaires issus de la crise (plan de réduction des dépenses vigoureux mais insuffisant pour compenser les déficits fiscaux) et le coût du soutien à la deuxième plus grande banque du pays en difficulté (Parex Bank, soit 7% du budget) explique le dérapage de la dette publique entre 2007 et 2010. Le credit crunch post crise est en cours.
Lituanie	2009	35	En cours	15	37	Aucun	Indirect	Comme en Lettonie, une surchauffe dans le système bancaire et une explosion de la dette externe portée par les banques ont entraîné un surendettement des entreprises et des ménages, aboutissant à une récession brutale et à une forte détérioration de la qualité des actifs bancaires. L'impact de la crise sur l'augmentation de la dette publique est indirect dans la mesure où les actionnaires étrangers des banques ont soutenu leurs filiales en difficulté. Le credit crunch est toujours en cours fin 2010.
Ukraine	2009	49	En cours	13	35	Fort et durable (-37%)	Direct et indirect	Élément explicatif parmi d'autres de la crise violente qui a frappé l'Ukraine en 2009, la vulnérabilité du système bancaire (1/3 public et 2/3 privé début 2008) a majoritairement participé au dérapage de la dette publique. Caractérisé par une capitalisation et une liquidité médiocres, une forte dollarisation des actifs, une dépendance au financement international, une surchauffe en 2008, un run sur les dépôts (Prominvestbank) et une profonde détérioration de la qualité des actifs après la dévaluation de la monnaie locale, 24 banques ont été mises sous administration en 2009 et en partie recapitalisées sous forme de titres d'Etat impactant directement l'endettement du souverain, les craintes de monétisation des déficits publics se sont apaisées depuis la nomination d'un nouveau gouvernement. Le credit crunch est en cours et la vigilance toujours de mise.

Sources : BRI, Moody's, EIU, Eurostat, données Banques centrales, Bloomberg, Crédit Agricole S.A.

Tableau 2. Crises bancaires et dette publique dans les pays développés : quelques exemples emblématiques

PAYS	Année de la crise	Boom du crédit avant crise (pt PIB)	Réduc. du crédit post crise (pt PIB)	D/PIB avant crise (%)	D/PIB après crise (%)	Effet de change	Type d'impact	Commentaires
Norvège	1991	66	-38	28	41	Faible et durable (-11%)	Direct et indirect	La récession et la crise financière de la fin des années 80 et début 90 a fortement affecté le secteur financier norvégien et provoqué la faillite de Christiania Bank, nationalisée en 1991. Une très forte hausse du crédit a été constatée avant la crise.
Suède	1991	46	-35	44	72	Moyen et durable (-19%)	Direct et indirect	La récession du début des années 90 a été exacerbée en Suède par les déséquilibres du secteur financier ayant abouti au soutien direct par l'Etat de trois banques majeures en grande difficulté financière (dont Gota Bank). La crise du secteur financier est liée à une bulle de crédit et un surendettement massif. L'impact sur la dette publique est fort et brutal en l'absence de remise en cause immédiate des normes généreuses de l'Etat providence suédois.
Islande	2008	260	En cours	28	145	Très fort et durable (-53%)	Direct et indirect	Fortement impliqué dans le financement des crédits <i>subprime</i> US, le système bancaire islandais a connu une explosion des crédits allant jusqu'à 400% du PIB du pays, une hypertrophie hautement spéculative du secteur financier. La défaillance systémique des banques islandaises et d'icebank en particulier a été contenue par un soutien partiel de l'Etat, mais sans empêcher une forte dépréciation de la couronne islandaise (53%) suite au défaut des banques. L'explosion de la dette publique et le traitement de la faillite d'icebank envers ses créanciers européens reste un sujet central du risque pays, non résolu à ce jour.
Irlande	2008	120	En cours	25	64	Néant	Direct et indirect	Les financements conjoints d'une frénésie immobilière domestique et d'investissements spéculatifs externes (immobilier à l'étranger) au cours des années 2000 a abouti à un surendettement massif des ménages (le double de la moyenne de l'UE), la création d'une bulle immobilière et boursière et à une hypertrophie du secteur financier et de son refinancement externe. La défaillance d'Anglo-Irish Bank, banque très exposée au secteur immobilier et les difficultés financières des autres soutenues massivement par l'Etat (nationalisations et recapitalisations) expliquent l'explosion de la dette souveraine. La dynamique de l'endettement public reste incertaine fin 2010.
Royaume-Uni	2008	68	En cours	45	68	Moyen	Direct et indirect	La très forte exposition du système bancaire britannique aux crédits <i>subprimés</i> US et aux dérivés de crédit toxiques conjointement au financement d'une bulle immobilière domestique a provoqué une ruée sur les dépôts dès sept. 2007 (Northern Rock) et a nécessité la nationalisation et recapitalisation de larges pans du système bancaire. Le coût pour les finances publiques, tant en direct (soutien aux banques) qu'indirect (récession) est encore évolutif.

Sources : BRI, Moody's, EIU, Eurostat, données Banques centrales, Bloomberg, Crédit Agricole S.A.

### Risque systémique

Le risque systémique est le phénomène par lequel les réactions rationnelles des intervenants d'un système à un risque individuel et identifié conduisent à élever l'insécurité générale au point d'entraîner la défaillance du système dans son ensemble<sup>1</sup>.

Dans la sphère financière, le risque systémique se matérialise lorsqu'une crise de confiance ou de liquidité se propage sur un marché financier. La crise de confiance peut être générée par des faits réels ou perçus comme tels (crise auto-réalisatrice en cas de transparence limitée et d'informations incomplètes). L'événement déclencheur est généralement brutal et inattendu (faillite d'un acteur majeur du système).

Le risque systémique ultime serait la défaillance en chaîne de tous les établissements financiers d'un pays, d'un groupe de pays voire d'une grande partie du monde en raison de la large interdépendance financière des intervenants.

1. Cf. « Macroéconomie Financière » de M. Aglietta ; Ed. La Découverte

L'augmentation des dettes publiques sur PIB est exacerbée par deux phénomènes corollaires à la crise :

- Le souverain doit soutenir en direct son secteur bancaire par nationalisation et/ou recapitalisation des banques défaillantes alors qu'il subit l'impact d'une crise de l'économie réelle sur les finances publiques. Ce double choc peut aboutir, en plus des défaillances micro-économiques ou systémiques, à des défauts souverains (crises latino-américaines).
- Un choc de change significatif et durable accentue la dérive des finances publiques, surtout dans les économies fortement dollarisées avec des dettes souveraines majoritairement libellées en devises fortes (crise asiatique de 1997-1998, crises en Amérique latine, cf. pays où la dette publique progresse de plus de 40% du PIB).

### Les crises bancaires dans les pays développés

Pour les pays développés, les booms de crédit précédant les crises et les replis post-crisis sont assez similaires dans leur ampleur à ceux constatés sur les pays émergents. La requalification des hors bilans sur des dérivés de crédits en postes de bilan a toutefois pu avoir un impact significatif sur le ratio crédit / PIB pour la crise de 2008-2009. L'impact du soutien, essentiellement en fonds propres, aux secteurs bancaires en difficulté est très significatif et les impacts sur la dette publique s'avèrent finalement assez proches dans la crise de 2008-2009 de ceux constatés sur les pays émergents lors des crises des années 80 et 90. On notera également que les pays développés, comme les pays émergents, ne sont pas immunisés contre des chocs de change en cas de déséquilibre significatif de la balance des paiements (Islande) et qu'une dépréciation de la monnaie locale exacerbe généralement<sup>2</sup> la dérive de la dette souveraine même lorsque celle-ci est principalement libellée en monnaie locale (effet sur les emprunteurs privés et choc en retour sur le souverain).

### Quelles évolutions pour les méthodologies d'analyse du risque bancaire ?

Les méthodologies d'analyse des systèmes bancaires établies par les agences de rating ou les organismes de contrôle nationaux ou multilatéraux ont évolué en fonction des crises financières successives qui frappent le monde.

La crise asiatique de 1997 avait vu apparaître une meilleure prise en compte du risque de surendettement des acteurs privés (entreprises, particuliers), de la vulnérabilité aux chocs de change et du risque de contagion (Fitch, S&P). La crise argentine et ses répercussions en Uruguay et au Brésil ont conduit à la prise en compte du ratio de dollarisation des dépôts comme un facteur de fragilité (Moody's). Le risque systémique bancaire est normé et mieux pris en compte à partir du milieu des années 2000 (suite à la crise LTCM de 2003).

Les crises bancaires que nous vivons dans le futur prendront sans doute d'autres formes ou auront d'autres origines que celles que nous avons connues dans le passé, et vont nécessiter une adaptation des outils d'analyse pour capter ces nouvelles formes de risque.

De nouvelles évolutions des méthodologies d'analyse vont donc être développées, tant pour les pays « émergents » que pour les pays « développés ». Elles devront traiter les points suivants :

- Une analyse beaucoup plus approfondie des risques potentiels générés par les hors-bilans des banques, les défaillances en termes de transparence et de pondération des risques sous-jacents constituant le cœur de l'analyse.
- Une pondération plus forte du risque de liquidité, notamment dans sa composante externe (refinancement international). La composante interne (retrait des dépôts en devises suite à une crise ; ex. Argentine et Uruguay) semble au contraire légèrement surpondérée car elle ne s'applique généralement qu'à des cas rares, individuels et identifiés.
- Une extension de la notion de risque systémique à l'ensemble du monde et non plus cantonnée à des pays ou des groupes de pays, avec une meilleure prise en compte des interactions avec les véhicules de gestion collective (fonds, compagnies d'assurance vie).
- Une attention plus grande à la question des bulles spéculatives, à la qualité des structures de financement (notamment immobilier, comme les financements en devises étrangères « fortes » ; cf. Europe centrale), et à la pro-cyclicité des politiques de crédit (voire des normes comptables).
- Une révision de la « frontière » implicite entre pays dits « développés » et pays dits « émergents », au moins dans l'analyse du risque systémique bancaire ; les similitudes entre la crise financière et économique que nous vivons depuis trois ans avec celles des pays émergents des décennies passées montrent l'intérêt de rapprocher les deux grilles d'analyse. ■

Olivier Le Cabellec

olivier.lecabellec@credit-agricole-sa.fr

<sup>2</sup> États-Unis excepté compte tenu du rôle du dollar dans l'économie mondiale, Zone euro moins concerné également.