

# L'émergence des marchés

**Les marchés émergents sont désormais un élément clé de la croissance mondiale. C'est une chance, et peut-être un problème.**

**I**LY A VINGT ANS, on appelait «marchés émergents» les pays qui commençaient à susciter l'intérêt d'un nombre croissant d'investisseurs dans le monde. Ils semblaient offrir un vaste potentiel (inexploité) tout en évoluant un peu à la périphérie de l'économie mondiale. Il y a dix ans, beaucoup de ces marchés ont connu de graves crises. Ils étaient devenus assez importants pour secouer le monde financier, du moins à des périodes inquiétantes en 1997-98. L'étiquette «marchés émergents» était synonyme d'instabilité, ou du moins de volatilité.

Aujourd'hui les marchés émergents, ou plus précisément les pays à revenu intermédiaire, sont devenus un élément déterminant de la prospérité mondiale. Depuis cinq ans, ils représentent entre 25 et 50 % de la croissance mondiale. Ils ont bien résisté aux récentes perturbations financières et, grâce à de puissants liens financiers et commerciaux, ils ont aidé les pays avancés à éviter un ralentissement. La réaction des pays émergents à la dernière poussée d'inflation aura des répercussions profondes sur la croissance et l'inflation dans le monde entier.

Comment les marchés émergents ont-ils acquis une telle influence économique? Quelles en sont les conséquences? Dans une perspective macroéconomique mondiale, cette influence sera-t-elle totalement bénéfique?

## Historique

N'oublions pas qu'une grande partie de l'humanité a toujours vécu en dehors de ce que nous appelons pays développés. Sur une population actuelle d'environ 6,5 milliards, 1 milliard seulement vivent dans des pays relativement riches. Pendant longtemps, et pour diverses raisons (colonialisme, communisme, erreurs de politique économique), la plupart des pays pauvres ont connu une croissance assez faible.

Les choses ont commencé à changer dans les années 60 quand divers pays en développement ont appliqué des politiques favorables à la croissance et quand l'économie mondiale a connu une expansion soutenue. Bien des pays en développement en essor rapide ont connu de graves secousses, voire un déraillement de la croissance, dans les années 70 et 80. C'est

d'ailleurs l'époque où le FMI a vraiment établi sa politique de prêt aux marchés émergents. Pour certains pays, surtout en Amérique latine, les années 80 ont été une «décennie perdue» de faible croissance.

Moins d'une dizaine de pays ont maintenu une croissance élevée depuis le début des années 60. Mais, de 1990 à 1995 environ, beaucoup plus de pays avaient appris à gérer leur économie avec un déficit budgétaire viable (voire un excédent) et une inflation modérée en évitant la surévaluation de leur monnaie. De plus, certains ont adopté des institutions plus solides, rehaussant leur stabilité politique et/ou améliorant le climat d'investissement.

## La dernière crise

Au moment où tout semblait enfin s'arranger pour les pays émergents, beaucoup — sinon la majorité — ont subi une crise grave à la fin des années 90. Certains des plus touchés étaient en Asie et avaient donc échappé aux problèmes des décennies précédentes; mais d'autres, en Amérique latine, avaient connu des difficultés à répétition depuis 1980. Plus généralement, tout marché émergent qui avait emprunté des capitaux (pour le secteur privé ou public) était vulnérable.

Cette fois, le rebond a été rapide, la bonne gestion économique a vite prévalu et l'endettement n'a pas freiné la croissance. Là encore, les dirigeants ont appris d'importantes leçons. Beaucoup ont jugé que leurs pays devaient accumuler plus de réserves de change, surtout en raison de l'ouverture tous azimuts aux flux financiers. Il est de plus en plus difficile d'éviter l'afflux de capitaux en période faste, ce qui est fort compréhensible.

Certains dirigeants ont aussi penché pour une sous-évaluation de leur monnaie. Reste à savoir si c'était vraiment une bonne idée en définitive; en tout cas, elle a contribué à assurer au moins cinq ans de forte croissance dans un large éventail de marchés émergents.

## Inversion des rôles

Au cours des dix dernières années, les marchés émergents ont connu une croissance rapide. Cette croissance a été soutenue malgré les



*Simon Johnson est Conseiller économique sortant et Directeur du Département des études du FMI.*

fortes turbulences financières des pays avancés au cours des 12 derniers mois, pour trois principales raisons.

Premièrement, les marchés émergents sont étroitement liés au monde en termes de flux de marchandises, mais pas (encore) en termes de flux financiers. Leurs banques sont peut-être devenues plus prudentes après les difficultés des années 90. Sans doute avaient-elles simplement plus de possibilités sur place. Toujours est-il que les marchés émergents n'ont généralement pas été très exposés à la crise des prêts immobiliers à risque aux États-Unis ou aux instruments financiers connexes.

Deuxièmement, les marchés émergents ont maintenu des politiques économiques saines. Contrairement aux périodes d'expansion précédentes, ils n'ont pas relâché la discipline budgétaire. De plus, des comportements problématiques tels que la recherche de rente ou la corruption ont été beaucoup mieux maîtrisés cette fois-ci.

Troisièmement, le commerce mondial reste vigoureux et les échanges Sud-Sud (hors pays avancés) ont fait preuve de résilience. Les pays comprennent qu'il faut à tout prix éviter d'ériger des barrières commerciales. Les règles commerciales mondiales ont tenu bon jusqu'ici malgré des pressions considérables. Les marchés émergents en ont beaucoup profité.

Ainsi, ils ont joué un rôle relativement stabilisateur au cours des 12 derniers mois en aidant à atténuer les vagues répétées d'inquiétude financière (et même de fuite des capitaux sur des catégories entières de titres) dans les pays avancés. Il s'agit d'une inversion des rôles habituels, et c'est la première fois que les marchés émergents jouent ce rôle.

### **Pour qui sonne le glas**

Les bonnes actions sont toujours punies, et c'est vrai aussi pour la politique économique. C'est justement la résilience des marchés émergents qui sous-tend le renchérissement actuel des produits de base, et notamment de l'énergie, des denrées alimentaires et des intrants industriels. Cela ajoute un choc inflationniste aux difficultés dont souffrent tous les pays.

Ce choc survient en même temps que (et en dépit de) la contraction de l'activité aux États-Unis et dans d'autres pays avancés. Il s'agit d'un autre changement majeur par rapport aux 20 dernières années, où les prix bas des produits manufacturés avaient permis de maîtriser l'inflation dans les pays développés. Aujourd'hui, la prospérité des marchés émergents a pour effet d'augmenter les prix dans les pays avancés au lieu de les diminuer. En outre, l'intensité de l'énergie a diminué l'alimentation représente une assez faible portion des dépenses de consommation dans les pays avancés.

### **Éviter la stagflation**

Il y a tout lieu de penser que les pays développés peuvent éviter le ralentissement de la croissance et l'accélération de l'inflation qui ont sévi dans les années 70. Leurs économies et leurs salaires réels sont devenus plus souples, et ils peuvent s'adapter à la hausse des prix de l'énergie. La politique monétaire est plus crédible et les banques centrales s'emploient davantage à juguler l'inflation, communiquer leurs intentions et modérer les anticipations. La flexibilité du taux de change, même si elle

n'a pas que des avantages, facilite la gestion macroéconomique des pays riches.

Sur tous ces points, les pays émergents sont plus vulnérables. Ils ne courent peut-être pas un risque de stagflation — tout dépend de leur politique —, mais ils sont vulnérables à une poussée d'inflation. Dans beaucoup de ces pays, les anticipations de prix ne sont pas bien mesurées, d'où la difficulté de savoir si elles sont toujours «ancrées», comme disent les banques centrales.

Quelques pays émergents ont adopté une politique de ciblage de l'inflation qui consiste à définir un objectif précis étayé au besoin par une discipline monétaire rigoureuse — de préférence par une action précoce et décisive, au lieu d'attendre qu'une montée de l'inflation oblige à relever les taux d'intérêt. La dernière série de hausses des prix des produits de base constitue pour le moins un test pour les banques centrales des marchés émergents, dont beaucoup sont devenues indépendantes au cours des 20 dernières années. Nous saurons bientôt si cela change vraiment la donne.

Il y a aussi la politique de change. C'est le talon d'Achille pour certains marchés émergents : si la monnaie est arrimée au dollar EU (forme d'arrimage la plus courante) et si le pays est assez ouvert aux flux de capitaux, les taux d'intérêt seront à peu près les mêmes qu'aux États-Unis. Pensez-y : la Réserve fédérale a baissé fortement les taux d'intérêt depuis un an pour aider l'économie américaine à surmonter les problèmes du marché immobilier et son taux directeur s'établit désormais à 2 %. Or, c'est aussi le taux d'intérêt des marchés émergents dont la monnaie est rattachée au dollar. En d'autres termes, ces pays ont assoupli leur politique monétaire alors même que leur économie affichait encore une croissance rapide, surtout chez les producteurs de pétrole. Ce n'est pas une bonne idée.

### **Bientôt la crise?**

Dans les années 80, les crises des marchés émergents étaient dues à une dette publique extérieure élevée, à des déficits budgétaires intenable, et parfois à une quasi hyperinflation. Les crises des années 90 et du début des années 2000 tenaient davantage aux emprunts du secteur privé et aux vulnérabilités liées à de gros déficits courants. Certes il peut toujours survenir une crise de type «ancien»; par exemple, si l'on finance le déficit courant par des entrées de capitaux privés pour s'apercevoir soudain que les investisseurs privés veulent se retirer. Mais si une crise d'un type nouveau menaçait les marchés émergents, quelle forme prendrait-elle?

Elle serait vraisemblablement centrée encore sur l'incapacité de maîtriser l'inflation, sauf en relevant les taux d'intérêt de façon tardive et spectaculaire. Elle pourrait coïncider avec un ralentissement mondial affectant le commerce. Le danger est que les marchés émergents pourraient se trouver en position idéale pour connaître des déboires semblables à ceux que les pays riches ont connus dans les années 70. Heureusement, on peut éviter une évolution catastrophique, particulièrement si les principaux marchés émergents agissent rapidement pour ralentir leur économie et, surtout, assouplissent davantage leur taux de change, ce qui leur permettra d'appliquer une politique monétaire indépendante compatible avec leur situation. ■