

# TROIS PAYS ÉMERGENTS DANS LA CRISE : INDONÉSIE, RUSSIE, TURQUIE

FRANÇOIS-XAVIER BELLOCQ\*  
YVES ZLOTOWSKI\*\*

Dans les pays émergents, la crise mondiale a généralement mis un terme à plusieurs années de croissance forte et a presque partout déstabilisé les équilibres économiques et financiers. Au cours des dernières années, les déséquilibres globaux, auxquels les pays émergents ont largement participé à travers l'accroissement de leurs excédents courants, ont constitué une condition nécessaire à l'apparition de bulles financières dans les pays développés. Pourtant, le déclenchement de cette crise est largement extérieur au monde émergent : elle a d'abord éclaté dans les pays développés où le modèle bancaire « origination-structuration-distribution » était le plus répandu et où les bulles de crédit et de prix d'actifs étaient les plus importantes (États-Unis, Grande-Bretagne, Espagne, Islande). Ceci constitue une différence importante par rapport à la crise de la dette du début des années 1980 et aux crises financières de la fin des années 1990. Celles-ci avaient en effet une dimension endogène beaucoup plus prononcée que l'on peut associer à une chute de la croissance parfois durable et à une remise en cause profonde des politiques macroéconomiques menées avant la crise.

Dans ce cadre, cet article s'interroge sur les implications de la crise actuelle en termes de croissance et de politique économique dans trois

243

---

\* Chef de la Division analyse macroéconomique et risque pays, Agence française de développement.

\*\* Économiste en chef, Coface.

pays émergents : l'Indonésie, la Russie et la Turquie. Ces pays se distinguent par des structures économiques et des équilibres macrofinanciers de précrises très hétérogènes. Ceci nous permet de mieux cerner les enjeux posés par l'impact de la crise sur la trajectoire de croissance à court terme et à moyen terme. Ces trois économies ont pour trait commun d'avoir connu une crise financière majeure au cours des dix dernières années. L'intérêt est alors de savoir dans quelle mesure les crises passées ont influé sur la gestion de la crise actuelle et si cette dernière remet en cause le bien-fondé des politiques macroéconomiques menées par ces pays. L'article se conclut en soulignant les enjeux que pose cette crise en matière de financement de la croissance dans les pays émergents.

*LES TRAJECTOIRES DE CROISSANCE FACE À LA CRISE :  
UN ACCIDENT DE PARCOURS ?*

*À court terme, le découplage n'a pas eu lieu...*

Après les grandes crises de la fin des années 1990, les pays émergents ont progressivement retrouvé une croissance économique forte liée à un cycle financier mondial devenu favorable. À partir de 2001, la baisse régulière des taux d'intérêt dans les pays développés a en effet provoqué une importante quête de rendement chez les investisseurs privés. Résultat : des actifs traditionnellement jugés comme risqués sont devenus très attractifs et la plupart des pays émergents ont ainsi profité d'entrées massives de capitaux privés. Dans de nombreux pays, ces entrées de capitaux ont contribué à l'accroissement rapide du crédit bancaire et au dynamisme de la demande interne. En effet, en réduisant les contraintes de financement (pressions à la baisse sur les taux d'intérêt et abondance de liquidités dans les systèmes financiers), elles ont contribué à l'enclenchement d'un cycle de croissance forte, essentiellement fondé sur l'investissement des entreprises et la consommation des ménages.

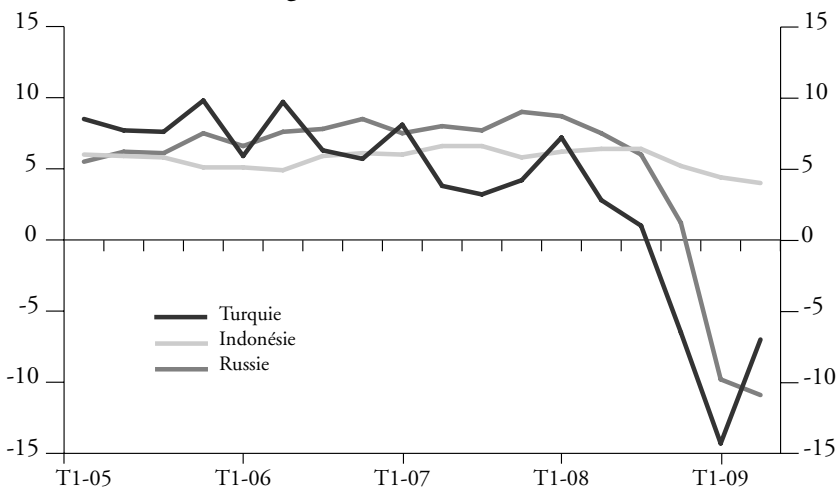
Dans la première phase de la crise, entre l'été 2007 et l'été 2008, ce cycle de croissance largement fondé sur la demande interne a été l'un des arguments importants mobilisés par les tenants de la thèse du découplage. Toutefois, des travaux économétriques menés à partir de séries statistiques de longues périodes ont d'emblée permis de nuancer la portée de cette thèse (Akin et Kose, 2007). Certes, au cours des trente dernières années, les pays émergents semblent être devenus moins sensibles aux variations de la conjoncture des pays développés par le biais du seul canal commercial : le ralentissement ou la récession sans crise financière dans le monde développé provoque en effet des chutes de

croissance de plus en plus faibles dans les pays émergents. Ceci s'explique par le développement rapide de leur demande interne et, au niveau de l'offre, par des gains de productivité importants liés à la montée en gamme et à la diversification de leur appareil de production. En revanche, ces travaux suggèrent que le canal financier continue à être un vecteur de chocs importants et la contagion financière aux pays émergents demeure hautement probable en période de tensions ou de crise financière dans le monde développé : montée de l'aversion au risque et fuite vers la qualité jouant au détriment des marchés émergents ; tensions sur le financement externe de ces pays en raison de sorties de capitaux potentiellement déstabilisantes pour les équilibres macroéconomiques (chute du change, hausse de l'inflation et des taux d'intérêt).

La seconde phase de la crise déclenchée avec la chute de Lehman Brothers a parfaitement illustré ce maintien d'une très grande sensibilité des pays émergents aux conditions de financement international. À partir de septembre 2008, la thèse du découplage devient ainsi intenable, car la diffusion de la crise s'élargit au-delà du canal commercial pour emprunter, de façon très brutale, le canal financier. Fin 2008, en plus de la contraction des exportations, les sorties de capitaux, la hausse des *spreads* et, dans certains cas, la chute brutale des taux de change contribuent à enrayer le cycle de croissance forte que connaissaient les pays émergents depuis le début de la décennie 2000.

245

**Graphique 1**  
**Taux de croissance trimestriels du PIB**  
(en glissement annuel et en %)



Source : données nationales à partir d'Ecwin.

La Turquie, la Russie et l'Indonésie ont été pleinement touchées par ce double choc, mais son impact n'a pas été homogène : la Russie et la Turquie sont rapidement entrées en récession à la fin de 2008, alors qu'en Indonésie, la croissance a ralenti sans devenir négative. Cette différence de trajectoire entre la Russie et la Turquie, d'une part, et l'Indonésie, d'autre part, s'explique à partir des structures économiques et des équilibres macrofinanciers constatés avant la crise.

Sur le plan des structures économiques, le poids important du secteur industriel dans le PIB de la Turquie et dans ses exportations (essentiellement à destination de l'Europe) a été l'un des principaux facteurs de contagion : l'effondrement de la production industrielle a largement contribué à faire entrer l'économie en récession et la chute de l'emploi manufacturier a dégradé la situation du marché du travail. De même, l'importance des hydrocarbures a diffusé dans l'économie russe les effets déflationnistes de la crise mondiale sur le prix des matières premières. La demande intérieure russe, largement alimentée par la hausse du cours des hydrocarbures et par des entrées de capitaux étrangers jusqu'en 2008, ne pouvait que s'enrayer suite à la déstabilisation de l'économie mondiale consécutive à la chute de Lehman Brothers. *A contrario*, les structures économiques indonésiennes ont probablement constitué un facteur de résilience face aux chocs commerciaux et financiers associés à la phase d'exacerbation de la crise mondiale. Avec une population active encore largement employée dans le secteur agricole, un secteur industriel en stagnation depuis la crise de 1997-1998 et un taux d'ouverture assez faible, l'Indonésie a subi, à ce stade, un choc de croissance relativement modéré. Ainsi, alors que la Turquie et la Russie connaîtront une récession profonde en 2009, l'Indonésie conservera une croissance positive.

Mais outre les effets de contagion liés aux structures économiques, les équilibres macrofinanciers hérités du cycle de croissance pré-crise ont joué un rôle majeur dans la diffusion de la crise en Turquie et en Russie. Avant la chute de Lehman, la Turquie présentait des déséquilibres propices à des effets de contagion jouant au travers du canal financier. Sur le plan macroéconomique, ce pays avait alors un besoin de financement externe élevé : son déficit des paiements courants et l'amortissement de sa dette externe représentaient en effet entre 20 % et 30 % du PIB avant la crise. Ces déséquilibres avaient pour corollaire des structures de bilan parfois fragiles, notamment au niveau des entreprises non financières dont l'endettement en devises est passé de 55 Md\$ à 120 Md\$ entre 2005 et 2008. Cette progression rapide avait par ailleurs provoqué d'importants désadossements des bilans : le passif net en devises des entreprises non financières est passé de 26 Md\$ à 80 Md\$ entre 2005 et 2008, ce qui représente un risque de change potentiel de

l'équivalent de 11 % du PIB. En outre, héritage des années d'instabilité macroéconomique et de haute inflation ayant caractérisé les décennies 1980 et 1990, les entreprises turques avaient essentiellement des dettes à maturité courte<sup>1</sup> et se trouvaient ainsi rapidement touchées lors du choc consécutif à la chute de Lehman. Dans ce contexte, le durcissement des conditions de financement international observé à partir de l'été 2008 ne pouvait que déboucher sur un choc macroéconomique majeur pour la Turquie : chute du change, baisse des réserves et de la liquidité en devises de l'économie.

La Russie, présentant des excédents courants et publics élevés, semblait dans une position initialement plus confortable. La hausse du prix du pétrole avait permis une redistribution de la rente dans l'économie : celle-ci s'est notamment diffusée *via* les revenus réels de la population qui ont beaucoup progressé. La consommation des ménages a alors littéralement tiré l'activité : entre 2004 et 2009, pour une croissance moyenne du PIB de 7,4 %, la contribution de la consommation des ménages a été de 6,4 points. Certes, l'investissement a été dynamique, mais il est resté sous-représenté dans le PIB (inférieur à 20 %, un taux très faible relativement à l'Asie émergente ou même à l'Europe centrale). Ce modèle de croissance a montré son extrême fragilité avec la crise, la Russie devant afficher en 2009 l'une des récessions les plus fortes enregistrées dans ce groupe de pays. L'ampleur s'explique par le fait que le double choc externe - retraits de capitaux, baisse de la demande de pétrole - a été amplifié par un choc interne sur le crédit domestique. On a en effet observé en Russie un spectaculaire rationnement du crédit. Cette contraction est d'autant plus brutale qu'elle arrive après plusieurs années d'expansion non maîtrisée du crédit domestique : celui-ci ne représentait en 1999 que 13 % du PIB, il atteignait 41 % fin 2008. La Russie a donc payé au prix fort la réforme trop timide de son système bancaire : dans la phase d'euphorie, l'expansion du crédit s'apparente à une véritable bulle qui éclate au moment de la chute de Lehman. Le marché interbancaire russe est l'un des plus touchés par le choc de confiance : non en raison de l'exposition des banques russes aux actifs toxiques, mais parce que le manque de transparence entraîne une telle défiance que le moindre choc se solde par un arrêt de la liquidité interbancaire. L'illiquidité des banques s'est rapidement répercutée sur leur offre de crédit.

Contrairement à ce que l'on a pu observer en Turquie et en Russie, l'accélération de la croissance enregistrée en Indonésie avant la crise de 2008 n'a provoqué ni déséquilibres macrofinanciers majeurs, ni bulle de crédit. Au cours de cette période, l'excédent du compte courant, favorisé par le niveau élevé des cours des matières premières, s'est ajouté à celui du compte de capital pour générer d'importantes réserves de change.

Ceci s'est traduit par un assainissement très significatif du financement externe de la croissance indonésienne : la dette externe a été réduite de 60 % à 30 % du PIB en dix ans. Avant le déclenchement de la crise de 2007-2008, l'un des principaux facteurs de déclenchement de la crise de 1997-1998 avait ainsi disparu. Par rapport à la situation observée en Turquie et en Russie, la décennie 2000 ne s'est pas traduite par une explosion de l'endettement externe du secteur privé indonésien, offrant ainsi aux bilans privés une résilience plus grande aux chocs.

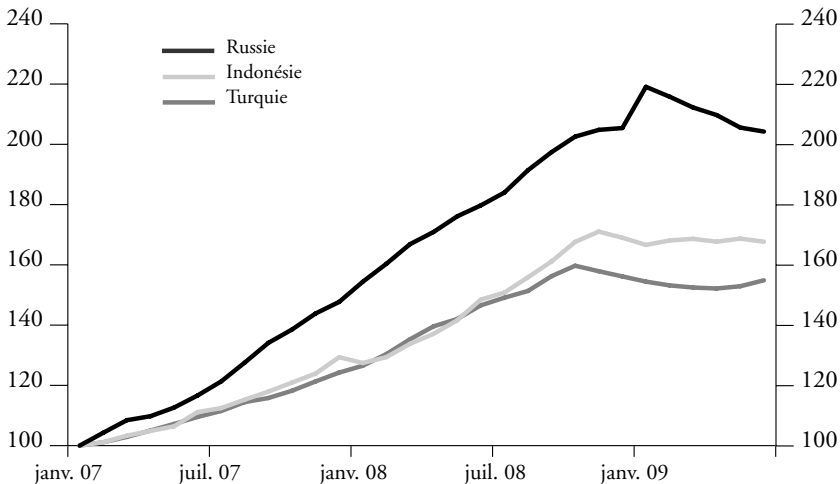
*À moyen terme, la solidité des systèmes bancaires  
et la spécialisation internationale seront déterminantes*

Au-delà des impacts à court terme, comment peut-on envisager les impacts de moyen terme et de long terme de cette crise sur la croissance de ces trois économies ? L'histoire économique montre en effet que les crises peuvent déboucher sur des chocs permanents, c'est-à-dire des situations dans lesquelles les taux de croissance observés en sortie de crise sont insuffisants pour replacer le PIB sur sa trajectoire de long terme. La crise constitue ainsi un décalage vers le bas du sentier de croissance de l'économie. L'économétrie menée sur des séries statistiques de longue période suggère que ceci peut se produire dans deux principaux cas (Cerra et Chaman Saxena, 2008) : les crises bancaires (Suède et Japon au début des années 1990 ; Indonésie à la fin des années 1990) et les crises politiques débouchant sur des guerres civiles (certains pays d'Afrique subsaharienne).

Dans les trois pays qui nous intéressent, l'hypothèse d'une crise politique majeure ayant un impact durable sur le régime de croissance peut être exclue. En revanche, le scénario d'une crise bancaire très coûteuse en croissance mérite d'être analysé, ne serait-ce que parce que ce scénario ne serait pas une nouveauté dans ces économies. En effet, les crises de 1998 en Indonésie et en Russie et de 2001 en Turquie s'étaient soldées par un effondrement des systèmes bancaires coûteux pour la croissance et les finances publiques. À ce stade, cependant, les effets de la crise mondiale n'ont pas dégénéré en crise bancaire en Turquie et en Indonésie. Si l'on a bien observé une montée de l'aversion au risque qui a alimenté la contraction du crédit, les tensions systémiques demeurent relativement contenues dans ces deux économies : ces systèmes bancaires n'ont pas connu de mouvements de défiance des déposants du type *bank run*, la liquidité bancaire demeure assez confortable et, dans certains établissements, la baisse rapide des taux directeurs s'est répercutée sur l'ensemble des taux servis au passif, permettant ainsi un accroissement de la marge d'intérêt. En revanche, comme nous l'avons précédemment souligné, la Russie s'est trouvée

dans une position différente, un brutal *credit crunch* amplifiant les chocs externes. Après la grande crise de 1998, les autorités russes ont fait le choix d'une réforme bancaire *a minima*, en raison de la nature rentière de l'économie dans laquelle un système bancaire est supposé jouer un rôle mineur dans le financement de l'activité. En outre, le rebond rapide de l'activité avec la hausse des prix du pétrole à partir de 2003 a rendu moins urgent un *big bang* bancaire. Une stratégie gradualiste a été préférée. Or, parallèlement, les banques s'endettaient massivement en devises<sup>2</sup> et généraient une offre de crédit domestique trop rapide tant aux ménages qu'aux entreprises.

**Graphique 2**  
**Encours de crédits en valeur**  
(base 100 = 1<sup>er</sup> janvier 2007)



Source : données nationales à partir d'Ecwin.

Dans les trois pays, la crise se traduit par une dégradation sensible de la qualité de l'actif bancaire qui porte le taux de prêts non performants entre 5 % et 6 % en Indonésie comme en Turquie (contre 2 % à 3 % avant la crise). Les évolutions sont officiellement du même ordre en Russie, mais la dégradation de la qualité des actifs y semble sous-estimée car comptabilisée à l'aide des normes prudentielles locales. On estime que ces prêts représentent en fait de 15 % à 20 % du total, ce qui atteste d'un niveau préoccupant.

Ces évolutions illustrent parfaitement la vulnérabilité de ces systèmes bancaires aux effets de second tour : après avoir résisté aux violents chocs monétaires et financiers de la fin de 2008 (sortie de capitaux, chute des taux de change, difficultés de refinancement), les banques turques

et indonésiennes sont désormais confrontées à la dégradation de la situation financière des ménages et des entreprises. La qualité de l'actif bancaire constitue ainsi une zone de vulnérabilité à surveiller dans les prochains mois, mais, à ce stade, la dégradation constatée depuis douze mois aboutit à des niveaux sans commune mesure avec ceux de la précédente crise : 50 % des créances bancaires indonésiennes étaient enregistrées comme non performantes en 1998 et 30 % en Turquie en 2001. La comparaison avec la précédente crise dans le cas de la Russie s'avère moins pertinente, dans la mesure où le taux de l'intermédiation de l'économie en 1998 était très faible, proche de 10 %. Mais, en 2009, le système bancaire russe est entré en crise dans le contexte d'une intermédiation plus importante. Ceci constitue un obstacle majeur à un rebond analogue à la sortie de crise en « V » observée après 1998<sup>3</sup>. Un moteur essentiel de la croissance s'est en effet grippé et devrait le rester à moyen terme.

En tout état de cause, la situation des systèmes bancaires paraît cruciale pour évaluer la rapidité de la sortie de crise. La spécialisation - et sa dynamique récente - semble être également un moyen de différencier la capacité à renouer avec une croissance forte. Dans le cas de la Russie, le caractère « rentier paradoxal » du pays pèsera sur l'activité. Rentier paradoxal, car à côté d'un secteur des matières premières qui domine les exportations, demeure une base industrielle essentielle pour l'emploi. Or, dans le secteur pétrolier, la production en volume s'est contractée en 2008<sup>4</sup> pour la première fois depuis 1999, ce qui s'explique en partie par des investissements insuffisants. Le secteur manufacturier reste, quant à lui, handicapé par des lacunes en matière de compétitivité-prix et de qualité. Ces problèmes lancinants de l'investissement ont été masqués par la bulle de crédit des années 2000. Dans la nouvelle ère de crédit plus rare et plus cher, comment l'investissement pourra-t-il être financé ? Un accroissement de l'investissement est pourtant indispensable dans le secteur énergétique pour renforcer les capacités de production, d'exploration et de transport, ainsi que dans le secteur manufacturier pour en améliorer la compétitivité.

Malgré un choc de croissance également violent à court terme, la Turquie paraît mieux armée du point de vue de sa spécialisation productive. En effet, d'importantes transformations structurelles ont été observées dans ce pays depuis la fin des années 1990. Celles-ci s'appuient notamment sur une progression de la productivité du travail de près de 8 % par an dans le secteur industriel entre 2001 et 2007. Ces gains de productivité ont permis de contenir les effets négatifs de l'appréciation de la livre sur la compétitivité turque, les coûts salariaux unitaires exprimés en devises progressant de façon modérée. En outre, le taux d'investissement augmente rapidement au cours de la



décennie 2000 et la structure de l'investissement évolue également au profit de l'investissement privé et des investissements de productivité (machines et équipements de transport). Ces évolutions correspondent à une montée en gamme de l'appareil productif turc. Ainsi, si les secteurs du textile et des vêtements paraissent durablement sur une trajectoire de déclin en raison de la concurrence asiatique et du démantèlement de l'Accord multifibres, des secteurs à intensité technologique plus forte émergent rapidement : véhicules à moteur, machines et équipements (dont notamment les équipements électroménagers) et, dans une moindre mesure, les produits chimiques. Par ailleurs, cette transformation de la structure industrielle turque conforte la montée en gamme et la diversification de la base d'exportation : au cours de cette période, le secteur des machines et des équipements de transport devient le premier poste d'exportation de la Turquie devant les produits manufacturés. Selon nous, la profonde récession enregistrée cette année ne devrait pas remettre en cause ces transformations qui ont été l'une des composantes essentielles de l'accélération de la croissance enregistrée au cours de la décennie 2000. Certes, la dégradation du marché du travail pourrait affaiblir les ressorts internes de la croissance, alors qu'une reprise de la demande externe aux rythmes enregistrés dans les années 2000 est peu probable. La Turquie conserve néanmoins un potentiel de croissance élevé, de l'ordre de 5 % à 6 %.

251

### *LES POLITIQUES ÉCONOMIQUES REMISES EN CAUSE ?*

#### *L'accumulation des réserves : un atout face à la crise*

L'un des traits marquants des pays émergents à la suite des grandes crises financières de la fin des années 1990 a été d'accumuler massivement des réserves de change. En nominal, les réserves de change ont été multipliées par trois entre le moment de la dernière crise financière et 2007 en Turquie et en Indonésie, et par cinquante en Russie. Par ailleurs, ces pays ont eu la même stratégie de change à des degrés plus ou moins poussés : il s'agissait d'éviter une appréciation du taux de change trop marquée ayant pour conséquence de handicaper les exportations de biens manufacturés (pour la Turquie et l'Indonésie) et de barrer l'accès au marché intérieur en raison d'un secteur industriel très peu compétitif (pour la Russie). L'accumulation de réserves a également été le résultat des crises financières passées : les banques centrales ont voulu disposer d'un matelas confortable après les traumatismes liés à la disparition de la liquidité au moment des chocs de confiance. L'accumulation de réserves est souvent allée bien au-delà du ratio Guidotti-Greenspan préconisant aux banques centrales émergentes de maintenir un montant de réserves couvrant la totalité

de la dette externe due à court terme. Ceci s'est justifié par la globalisation financière : l'accès plus aisé des acteurs résidents aux financements en devises et l'entrée des non-résidents sur les marchés d'actifs en monnaie locale ont fait craindre des chocs de liquidité potentiellement plus destructeurs que lors des grandes crises des années 1990. *A posteriori*, cette crainte s'est avérée fondée, car le choc de la fin de l'année 2008 a été extrêmement violent. Après la faillite de Lehman, le blocage des marchés interbancaires a entraîné les investisseurs à liquider leurs actifs financiers sans aucune discrimination. Cette montée extrême de la préférence pour la liquidité en dollars a été très préjudiciable aux marchés émergents, ce qui a provoqué une tension sur les taux de change et sur les réserves de ces pays.

Entre septembre 2008 et avril 2009, la Turquie a perdu 15 % de ses réserves et la livre turque perdait 25 % contre le dollar. La moitié de la ponction sur les réserves s'est concentrée en septembre-octobre 2008. Durant la même période, la Russie a perdu 35 % de ses réserves - ce qui représente tout de même 200 Md\$ - avec une chute du rouble de 24 % par rapport au dollar. En Indonésie, les réserves ont chuté de 20 % au cours de la première phase de la crise et le taux de change de la roupie a perdu 25 % face au dollar<sup>5</sup>. Le choc sur les réserves et les taux de change a donc été très important, mais le résultat a été similaire dans les trois pays : ceux-ci se trouvent, après le *liquidity crunch*, avec un taux de change stabilisé et un niveau de réserves encore très confortable. À l'été 2009, la Turquie affichait 66 Md\$ de réserves, soit 157 % de la dette à court terme, la Russie 400 Md\$, soit 500 % de la dette à court terme, alors que les réserves de l'Indonésie s'élevaient à 57 Md\$, soit 156 % de sa dette externe à court terme.

Finalement, en raison de la nature même de la crise qui a été un choc de liquidité majeur, l'accumulation de réserves a joué un rôle d'amortisseur<sup>6</sup>. Pour un pays vulnérable comme la Turquie, le choc a été absorbé sans recourir, à ce stade, à des financements exceptionnels du type de ceux mis en œuvre par le FMI. Au cours de la décennie 2000, l'indépendance de la Banque centrale et sa crédibilité acquise dans la lutte contre l'inflation, le renforcement du secteur bancaire et l'amélioration de la solvabilité de l'État ont constitué des acquis permettant d'amortir la crise de confiance. Si l'on compare la Russie avec la Turquie sur les fondamentaux de son système financier - vulnérabilité des banques et position institutionnelle de la Banque centrale -, l'économie russe paraît dans une situation moins confortable. Mais ce que la Russie perd en comparaison du côté des structures, elle le gagne par l'accumulation des actifs liquides en devises : à ses réserves colossales logées à la Banque centrale, il faut ajouter deux fonds de stabilisation encore bien abondés<sup>7</sup>. On est typiquement dans le cas d'une économie rentière

qui a négligé les réformes, précisément parce que l'accumulation d'actifs liquides a été aisée dans la période de *boom* du prix des hydrocarbures. Si cette stratégie a permis d'éviter qu'une catastrophe financière équivalente à 1998 se reproduise, elle a néanmoins révélé ses limites. La Russie a subi un choc de confiance colossal qui, durant une courte période, s'est même diffusé aux épargnants russes eux-mêmes. On a observé en effet une forte « redollarisation » des dépôts bancaires entre septembre 2008 et février 2009. Si le mouvement s'était poursuivi, même le niveau de réserves de la Banque de Russie aurait été insuffisant pour assurer la liquidité en devises.

### *Des États désendettés et efficaces dans la gestion de la crise*

Les trois pays étudiés ont connu des crises souveraines majeures à la fin des années 1990 qui, pour deux d'entre elles, se sont soldées par un défaut effectif (Indonésie en 1997, Russie en 1998). Il est probable que sans le soutien du FMI, la Turquie aurait connu le même sort au début de l'année 2001. À des degrés divers, l'humiliation politique d'avoir à renier sa dette - ou de dépendre des bailleurs multilatéraux pour en assurer le service - a constitué un électrochoc sur la conduite des politiques budgétaires. En conséquence, le risque souverain s'est nettement réduit dans la quasi-totalité des grands pays émergents dans les années 2000 : dans les trois pays sous revue, les dettes publiques ont perdu en moyenne 60 points de PIB entre le pic de surendettement provoqué par la crise financière et 2007. Cette baisse a résulté d'une conjoncture macroéconomique favorable<sup>8</sup>, d'une politique de gestion de la dette plus fine que par le passé<sup>9</sup> et d'une politique budgétaire restrictive. L'austérité budgétaire post-crise a été particulièrement marquée en Turquie où le gouvernement a tenu pendant plusieurs années un excédent primaire record (de près de 6,5 % du PNB), le déficit étant déterminé par les intérêts de la dette qui fluctuent au gré de la confiance des marchés. Contrairement à ce que l'on pouvait craindre initialement, cet ajustement budgétaire drastique a pu être conduit sans peser sur l'activité économique.

Au cours de la décennie 2000, si le désendettement de l'État a été une tendance commune aux trois pays, les progrès en matière d'exécution budgétaire ont probablement été plus disparates. Sur ce plan, les avancées réalisées en Indonésie au cours de cette période demeurent assez limitées : ce pays n'est pas parvenu à élargir sa base fiscale au-delà des revenus générés par le secteur des hydrocarbures ; le démantèlement des subventions aux prix des carburants n'est pas achevé, ce qui expose toujours l'exécution budgétaire à une hausse des cours du pétrole (ces subventions représentaient 4,2 % du PIB en 2008, soit plus de 20 % des dépenses de l'État central)<sup>10</sup>. Au contraire, la Turquie

est devenue un exemple de programme FMI réussi alliant rigueur budgétaire et dynamisme économique. Ceci était important pour la communication externe du FMI<sup>11</sup> après les nombreuses critiques émises sur le caractère dévastateur des programmes d'austérité budgétaire<sup>12</sup> imposés lors des crises de la fin des années 1990, notamment en Indonésie et, plus largement, en Asie du Sud-Est. Dans le cas de la Russie, les améliorations dans la conduite de la politique budgétaire sont également significatives : les prix du pétrole n'expliquent pas à eux seuls les performances des revenus fiscaux qui sont passés de 9 % à 24 % du PIB entre 1998 et 2007. Le FMI<sup>13</sup> et l'OCDE ont réalisé des simulations pour montrer qu'à prix du pétrole constant, les revenus budgétaires ont augmenté, alors même que le gouvernement russe avait mis en place une vaste réforme fiscale qui allégeait la pression sur les entreprises.

Ces exemples illustrent qu'au-delà de la mise en place de politiques macroéconomiques raisonnables, l'enjeu de l'après-crise des années 1990 dans les pays émergents est celui du retour de l'État comme véritable institution. L'exemple russe est instructif. Dans la Russie des années 1990, la crise a été le résultat de la débâcle d'un État incapable d'imposer aux acteurs la discipline des paiements. À partir de 2001, il a musclé à l'extrême la contrainte financière sur les entreprises : aux longues files d'attente devant le Kremlin pour négocier la dette fiscale ont succédé les interventions de la police fiscale dans les locaux des mauvais payeurs. Nous sommes ainsi passés d'un extrême à l'autre.

L'enjeu du retour de l'État en Turquie est d'une autre nature : il s'agissait de donner à la politique économique ce dont elle avait manqué : de la cohérence dans le temps, de la *consistency*, pour reprendre le terme anglo-saxon si parlant. Cela a été possible car, pour la première fois en 2002, un gouvernement a obtenu une majorité absolue au Parlement. L'exécutif n'était plus dirigé par une coalition dont les dissensions avaient été dévastatrices pour la continuité du projet économique. Après 2002, la politique économique est devenue lisible et prévisible. Or, pour une économie dépendant des financements de marché, cette amélioration a été une avancée considérable.

En Indonésie aussi, la politique macroéconomique a gagné en lisibilité et en efficacité. Loin d'amplifier le désastre, comme ce fut le cas à partir de juillet 1997, elle a fait preuve de réactivité et a permis d'amortir le choc de la crise sur l'activité. Après une émission obligataire ratée à la fin du mois d'août 2008, l'État indonésien a rapidement réagi. Cherchant à éviter des effets d'éviction sur les marchés financiers domestiques, il s'est assuré du soutien des bailleurs de fonds pour sécuriser une partie de son besoin de financement 2008-2009. Quelques semaines après, alors que les effets de la crise sur l'économie réelle se

faisaient sentir, il organisait un plan de relance intégrant notamment une réduction de la fiscalité. Par ailleurs, grâce aux effets désinflationnistes de la crise mondiale, la Banque d'Indonésie profitait des marges de manœuvre nécessaires au réglage contracyclique de sa politique monétaire et réduisait ainsi ses taux directeurs.

En Russie également, les autorités ont fait preuve d'une réactivité inédite face à la crise, malgré une période initiale de déni. À la fin de l'année 2008, le gouvernement - fort d'une situation financière exceptionnelle - est intervenu massivement<sup>14</sup> pour permettre la continuité des paiements entre les entités privées russes étranglées par un service de la dette abyssal et leurs créanciers eux-mêmes souvent en difficulté après la faillite de Lehman Brothers. Le gouvernement a mis en place - *via* son bras armé que constituent les banques publiques - le renflouement des banques surendettées et, ce qui est moins classique, des entreprises. En 2008, l'État russe a donc cherché à éviter le défaut privé ; en 1998, l'État russe avait organisé le défaut privé<sup>15</sup>. À cette époque, sous la pression des banques, le gouvernement avait annoncé un moratoire qui avait permis à des comptables inventifs de transférer les actifs des institutions insolubles vers de nouvelles banques, laissant, une fois le moratoire terminé, déposants et créanciers face à des coquilles vides. En 2008, on peut regretter le fait que le gouvernement a aidé des oligarques proches du pouvoir qui avaient trop goûté aux joies de la dette facile, entraînant une situation d'aléas de moralité. Mais au moins aura-t-il été un amortisseur de la crise, pas un facteur déclenchant.

Cette consolidation de l'État comme institution - c'est-à-dire capable de produire et de faire appliquer des règles du jeu lisibles et cohérentes - a été un acquis essentiel face à la crise actuelle.

### *La question de l'ancrage externe*

Les autorités russes n'ont rien pu faire contre l'ampleur du choc que subit l'économie réelle. Pas plus que le gouvernement turc qui, cette année, doit faire face à une récession très prononcée. La Turquie, en raison de l'ampleur de son besoin de financement en devises, doit sans cesse faire la preuve de sa solvabilité auprès de ses créanciers. L'enjeu est alors celui du recours à une ancre externe dans une situation d'aversion maximale au risque. La crise de février 2001 a montré que l'utilisation du taux de change comme ancre constitue une erreur de stratégie dans le cas d'une économie très ouverte au plan financier. Dans ce contexte, l'ancre externe de la Turquie a été le FMI : entre décembre 1999 et mai 2008, le pays a été sous accord de manière quasiment ininterrompue et avec un franc succès à partir de 2002 (Sgard, Unal-Kensenci et Zlotowski, 2004). Un peu plus d'un an après l'achèvement du dernier programme *stand-by*, toute la question est

de savoir si le pays réussira à se passer d'un nouvel accord avec le FMI dans le contexte actuel. Repasser par la case Washington aurait la vertu de rassurer les marchés. Mais, contre toute attente, le gouvernement Erdogan a joué la montre. Au-delà de la question du bouclage financier, de celle du coût politique d'un nouvel accord, se pose une question fondamentale pour un pays émergent intégré à la globalisation financière : a-t-il besoin d'une ancre externe pour convaincre les créanciers ? Est-il capable, fort de la réussite de sa politique économique et des réformes passées, d'ancrer les anticipations sur une base exclusivement endogène ? On comprend mieux les réticences du gouvernement turc à signer un accord qui le ramènerait quelques années en arrière, alors que la crédibilité des autorités est significativement consolidée.

Non seulement la crise de liquidité qui a frappé la finance internationale fin 2008 ne trouve pas sa source dans les pays émergents, mais ceux-ci ont profité de leurs désendettements et de la consolidation de leurs institutions de politique économique pour en amortir le choc. Si l'on compare ces trois pays à leur situation lors des précédentes crises, force est de constater que les États ont fait preuve de réactivité et d'efficacité. Responsables ou amplificateurs des crises passées, ils sont devenus des acteurs de la lutte contre la crise. Ceci témoigne de progrès majeurs au plan institutionnel.

Ces progrès ne doivent pas occulter les vulnérabilités qui se sont construites au cours des années 2000. La forte croissance de la demande interne a en effet entraîné un besoin de financement que les secteurs financiers domestiques n'ont pas été capables d'absorber, d'où un recours massif à des crédits et à des financements de marché octroyés par les non-résidents. La crise post-Lehman n'invalide pas cette stratégie, mais elle en révèle clairement les risques : pas tant ceux liés à une crise des emprunteurs que ceux découlant d'une crise des prêteurs, ce qui paraissait inconcevable il y a dix ans. Aussi, à l'avenir, l'objectif ne sera pas de limiter l'endettement privé, mais plutôt de favoriser l'émergence de financements domestiques stables permettant une croissance moins forte mais mieux maîtrisée. Dans les pays émergents, le développement d'un marché du crédit domestique sain et profond reste donc un objectif essentiel.

## NOTES

1. Selon la Banque de Turquie, la part des dettes à court terme dans le total des dettes dépasse 80 % pour l'ensemble des entreprises industrielles (Aydin et al., 2006).
2. L'amortissement de la dette extérieure des banques russes est évalué par le FMI à 52,7 Md\$ en 2009 et à 34,1 Md\$ en 2010 (FMI, 2009a, p. 17).
3. Selon le scénario central présenté dans le dernier article IV consacré à la Russie, sa croissance restera affaiblie jusqu'en 2014, affichant une moyenne de 3 % à 4 % entre 2011 et 2014 (FMI, 2009a).
4. Selon les statistiques de British Petroleum, elle a baissé de 1 % en 2009.
5. À partir de février 2009, des accords de *swap* bilatéraux conclus avec les banques centrales du Japon, de la Chine et de la Corée du Sud pour un montant de l'ordre de 20 Md\$ ainsi que l'accroissement du *pool* de réserves prévu, au titre de l'initiative Chiang Mai, à 120 Md\$ ont contribué à rétablir la confiance sur le marché des changes.
6. C'est aussi la thèse défendue dans BIS (2009) qui tire un bilan positif de l'intervention des banques centrales émergentes sur le marché des changes fin 2008. La BRI souligne en effet que la quasi-totalité des économies émergentes disposaient, avant la crise, d'un ratio de couverture de la dette à court terme par les réserves de change supérieur à 100 % et que c'était encore le cas au début de l'année 2009.
7. Les fonds (Fonds de réserve et Fonds du bien-être national) comptaient 177 Md\$ au début septembre 2009, soit 15 % du PIB, contre 175 Md\$ en septembre 2008.
8. Exprimée en % du PIB, la dynamique d'endettement est très sensible à l'écart entre le taux de croissance du PIB et le taux d'intérêt servi sur la dette.
9. On pense notamment au retrait total du marché de la dette pour l'État russe, à la contraction de la fraction de la dette sensible aux taux d'intérêt et au taux de change pour la Turquie, et à des remboursements anticipés pour l'Indonésie.
10. En Indonésie, les subventions aux prix des carburants participent d'une politique redistributive au profit des populations pauvres. Elles concernent notamment le kérosène qui est utilisé par les ménages à faible revenu pour cuisiner. Cette politique est toutefois très inefficace par rapport à des politiques sociales entièrement ciblées sur les populations pauvres, dans la mesure où la subvention profite également à l'ensemble des automobilistes et des sociétés de transport. En outre, elle génère des effets d'éviction importants dans la structure budgétaire.
11. Dans Krueger (2006), Anne Krueger analyse le Brésil et la Turquie comme deux exemples des leçons tirées des crises des années 1990 auxquelles le FMI a été confronté : « Une politique fiscale plus rigoureuse a été un point fondamental de l'environnement macroéconomique de la Turquie, comme dans le cas du Brésil (...). Et le renforcement de la politique fiscale a été accompagné d'une accélération de la croissance, comme dans le cas du Brésil ».
12. Dans Independent Evaluation Office of the International Monetary Fund (2003), une vaste étude sur l'effet des politiques budgétaires dans les programmes FMI montre un effet ambigu sur les dépenses sociales, mais conclut que ceux-ci ont donné lieu à des prévisions trop optimistes en matière de reprise, fondée sur l'anticipation erronée d'un relèvement rapide de l'investissement privé.
13. Selon Owen et Robinson (2003), à prix du pétrole constant, les revenus fiscaux fédéraux sont passés de 14,6 % du PIB à 17,2 % entre 1998 et 2003.
14. On retient notamment des prêts de 4,5 Md\$ à Rusal et de 2 Md\$ à Alfa Group à la fin de l'année 2008, en échange d'actions d'entreprise possédées par ces deux groupes.
15. Une analyse détaillée du rôle de l'État russe dans la crise de 1998 se trouve notamment dans Sgard et Zlotowski (1999).

*BIBLIOGRAPHIE*

- AKIN C. et KOSE M. (2007), « Changing Nature of North-South Linkage : Stylised Facts and Explanations », FMI, *Working Paper*, n° 07/280.
- AYDIN H. et al. (2006), « Corporate Sector Financial Structure in Turkey : a Descriptive Analysis », Central Bank of the Republic of Turkey, *Working Paper*, n° 06/07, décembre.
- BANQUE MONDIALE (2009), *Russian Economic Report*, n° 19, juin, 29 pages.
- BELLOCQ F.-X. (2008), « Dix ans après la crise asiatique : où sont passées les zones de vulnérabilités macrofinancières dans les pays émergents ? », AFD, *La lettre des économistes*, n° 18, janvier.
- BELLOCQ F.-X. et CHAPONNIERE J.-R. (2008), « L'Indonésie dix ans après la crise », AFD, *document de travail*, n° 72.
- BIS (Bank for International Settlements) (2008), *78th Annual Report*, chapitre III, « Emerging Market Economies », pp. 33-55.
- BIS (2009), *79th Annual Report*, chapitre V, « Fallout for the Emerging Market Economies », pp. 73-90.
- CERRA V. et CHAMAN SAXENA S. (2008), « Growth Dynamics : the Myth of Economic Recovery », *The American Economic Review*, vol. 98, n° 1.
- FMI (2009a), « Russian Federation : 2009 Article IV Consultation - Staff Report », *IMF Country Report*, n° 09/246.
- FMI (2009b), « Indonesia : 2009 Article IV Consultation - Staff Report », *IMF Country Report*, n° 09/230.
- INDEPENDENT EVALUATION OFFICE OF THE INTERNATIONAL MONETARY FUND (2003), *Fiscal Adjustment in IMF-Supported Programs, Evaluation Report*, 124 pages.
- KRUEGER A. (2006), « Evolution not Revolution : the Changing Role of the IMF in the Global Economy », FMI, discours prononcé à l'International Development Club Graduate School of Business, Stanford University, Californie, 23 février.
- MOGLIANI M. (2008), « Cycle du crédit et vulnérabilités financières : évolutions récentes dans certains pays émergents », AFD, *document de travail*, n° 60.
- OWEN D. et ROBINSON D. O. (2003), *Russia Rebounds*, FMI (éd.), 183 pages.
- SGARD J. et ZLOTOWSKI Y. (1999), « Économie politique du désastre russe », Presses de Science Po, *Critique internationale*, n° 3, pp. 14-21.
- SGARD J., UNAL-KENSENCI D. et ZLOTOWSKI Y. (2004), « La Turquie au tournant », *La lettre du CEPPI*, n° 237, septembre, 4 pages.