

## Crise des pays émergents: "La Fed n'est qu'un bouc émissaire"

Jean-Joseph Boillot, 5 septembre 2013

Les chefs d'Etat du **Brésil**, de **Russie**, d'**Inde**, de **Chine** et d'**Afrique du Sud** se sont retrouvés juste avant l'ouverture du sommet [réunissant les puissances riches et émergentes du G20](#). Ces cinq pays, les "BRICS", qui représentent plus du quart des richesses de la planète, sont devenus pendant l'été une source d'inquiétude économique majeure. Conséquence du projet de la banque centrale des Etats-Unis [de réduire ses injections de liquidités dans l'économie](#), leurs monnaies piquent du nez. La roupie indienne a perdu environ le quart de sa valeur, le réal brésilien 15%, la lire turque plus de 11%, le rouble 10%, et la croissance de ces pays dynamiques ralentit. Les émergents reprochent aux Etats-Unis de ne pas être conscients des répercussions de leur politique et de prendre des décisions basées sur leurs seuls intérêts nationaux. Lexpansion.com a demandé à [Jean-Joseph Boillot](#), conseiller du [Club du CEPII](#) et spécialiste des grandes économies émergentes, dans quelle mesure ces reproches étaient justifiés.

**Les pays émergents accusent la Federal Reserve Bank d'être à l'origine de leur crise monétaire. Est-ce bien le cas?**

Les BRICS aimeraient bien trouver un bouc émissaire. Mais la crise à laquelle ils sont confrontés résulte de la combinaison de deux facteurs. Tout d'abord, indéniablement, les annonces de la Fed depuis mai dernier ont déclenché un rebasculement des flux de capitaux vers les pays développés, car les investissements y sont considérés plus sûrs. Mais le phénomène met surtout en difficulté les pays les plus fragiles, ceux dont la balance des paiements est déficitaire et dont l'endettement à court terme est important: l'**Inde**, l'**Indonésie**, l'**Afrique du Sud**, la **Turquie** et le **Brésil**. Comme le dit le proverbe chinois, "c'est quand la mer se retire qu'on voit qui se baigne nu". Pourtant on ne peut pas non plus incriminer ces cinq pays. Ils ont profité des liquidités de la Fed pour s'endetter et soutenir leur croissance à un moment où l'économie mondiale était en berne, ce qui est compréhensible. Les responsabilités sont liées.

**N'est-ce pas normal de la part de la Fed de se préoccuper avant tout de la situation économique américaine?**

Non, ce n'est pas normal à l'heure de la mondialisation. Mais ce serait justement au G20 de coordonner les politiques monétaires. Le G20 travaille assez bien à une coordination des politiques bancaires et fiscales, mais il a toujours échoué à mettre en place une coordination monétaire. En attendant, les Etats-Unis persistent dans leur politique dite de "**benign neglect**" du dollar, qu'ils ont inauguré dans les années 60 après l'abandon du Gold Exchange Standard. En clair, ils émettent du dollar tant qu'ils en ont besoin, ce qui fait baisser sa valeur et lui procure un taux de change compétitif. Comme le dollar reste la monnaie internationale de réserve, ils trouvent toujours des acheteurs pour leur monnaie. Le dollar est un crédit que le monde fait aux Etats-Unis. Il y a deux ans, la Fed a ainsi injecté des milliards de dollars supplémentaires dans l'économie, déclenchant une véritable "**guerre des monnaies**". Le dollar devenait sous-évalué, alors que les monnaies des pays émergents se sont surévaluées. Elles ne font que retrouver depuis cette année un niveau normal.

**Donc la Russie a parfaitement raison de réclamer que la Fed se soucie des "dégâts collatéraux" de sa politique?**

La Russie reprend l'argument selon lequel la politique monétaire américaine est porteuse de déséquilibres, ce qui est vrai. Mais les Etats-Unis ne sont pas non plus le coupable idéal. Car la Chine et la Russie n'ont jamais accepté non plus de jouer le jeu d'une coordination monétaire. [Le yuan est systématiquement sous-évalué depuis des années](#). On peut dire que la guerre monétaire américaine est une réplique à la guerre chinoise. Il est d'ailleurs frappant de noter que les fronts de la guerre économique recourent ceux de l'affrontement au sujet [de l'intervention militaire en Syrie](#). Chine et Russie d'un côté, Etats-Unis de l'autre. Au G20, les tensions économiques sont directement liées aux tensions diplomatiques.

## Ralentissement des émergents : crise ou rééquilibrage ?

Olivier Passet, *Alternatives Economiques* n° 327, septembre 2013

Les économies des pays émergents ralentissent. En Chine, au Brésil, mais aussi en Inde et en Russie, la croissance marque le pas. Face à une Europe stagnante, aux Etats-Unis qui recentrent leurs chaînes d'approvisionnement et jouent avec le Japon le *dumping* monétaire, les pays émergents sont à la peine. Les

causes du ralentissement diffèrent certes d'un pays à l'autre parmi ces Etats qui n'ont finalement en commun que l'acronyme "Bric" qui les unit conventionnellement. Mais qu'ils aient bâti leur croissance sur l'abondance d'une main-d'oeuvre bon marché ou sur leurs ressources naturelles, leur accès de faiblesse est plus que conjoncturel.

Il révèle trois failles majeures. Celle, d'abord, de modèles de croissance trop extravertis dont l'autonomie reste à bâtir. Enjeu : un meilleur partage des fruits de la croissance, autrement dit l'essor de classes moyennes. C'est ensuite l'hypercompétitivité de ces économies qui s'érode, en faveur du Vieux Continent qui reprend pied sur les marchés extra-européens ; en faveur aussi des petits pays périphériques : la Chine cède notamment du terrain en entrée de gamme à l'Indonésie, au Bangladesh ou au Vietnam. Enfin, le contexte d'hyperliquidité crée un fort potentiel d'instabilité financière : surendettement en Chine ou problèmes d'inflation au Brésil.

La défaillance des émergents apparaît en première analyse comme la nouvelle péripétie d'une crise à rechute. Une crise qui bute à répétition sur l'impasse que constitue l'absence de consommateurs pour la surproduction mondiale. Un ralentissement qui se complique inévitablement de secousses financières, même si l'importance des réserves accumulées par les émergents dans le passé sert d'antidote. L'alerte chinoise de juillet dernier sur les marchés interbancaires en porte la trace.

Ce ralentissement ne sonnera pourtant pas le glas des velléités de reprise du monde développé. Car il y a dans cette crise le début d'une solution. Les ratés des émergents pourraient bien augurer un rééquilibrage plus durable de la croissance mondiale. L'écart de croissance qui n'a cessé de se creuser depuis vingt ans entre pays émergents et pays développés est une tendance moins linéaire et moins inexorable qu'annoncé. Le rééquilibrage qui se dessine va de pair avec la volonté d'un nombre croissant de multinationales de raccourcir leurs chaînes de valeur. Il s'accompagne aussi d'un drainage des liquidités vers les entreprises des marchés matures. Le ralentissement des émergents est en fait le miroir de l'amélioration de ces économies qui se recentrent sur leurs marchés traditionnels. Ce recentrage déplace la compétition sur la qualité. Il crée aussi de l'oxygène sur les marges et pourrait finalement renforcer la soutenabilité de la reprise qui se dessine.

## **Is China's Economy Crashing?**

**Danny Quah, Août 2013**

Bearishness on China has gone viral. Two years ago talk was of China's economy saving the world. Today observers have swung to the opposite extreme, one expressed elegantly by Paul Krugman as "the Chinese model is about to hit its Great Wall, and the only question now is just how bad the crash will be."

The reasons for pessimism are legion. China's economy has already seen its annual growth rate fall from 12% in 2010 to 7% in 2013. When the crash comes, it will not be a gradual downturn. It will be sudden. And it will stick around.

In this view China's undoing rests on multiple missteps. China's local governments and state-controlled banks have over-extended credit. The resulting debt-fuelled bubble in asset and real estate prices will surely burst, revealing large hidden non-performing loans.

China boosted its economic growth through "unlimited supplies of labour". (This phrasing was Arthur Lewis's evocative description of a developing country's large reserves of low-wage labour.) But no country's labour reserves are truly unlimited. So when an economy hits its "Lewis turning point", when labour reserves fall sufficiently that wages start to rise, low wage-reliant economic growth will sputter.

Early on, China reduced risk of imminent mass famine and deep poverty by its one-child policy. This slowed population growth and permitted an economic surplus that could be saved and invested. But that policy has also resulted in a rapidly ageing population, so that economic growth is now threatened both from having so many old and unproductive, and from shedding the demographic dividend (where an economy enjoys a growth boost through having many young, energetic workers).

But not just in its one-child policy does China err for the long run through actions thought beneficial in the short term. China's investment rate of 50% of GDP boosts economic growth short-term, but piles up excess capacity longer-term. China's export prowess drives economic growth short-term but exposes China to greater risk from international downturns, longer-term.

Finally, these last three decades China's command-and-control approach to allocating resources might have successfully guided economic growth. But, in the eyes of critics, that system has also ended up generating steep inequality in opportunity and outcome, so that now the threat of social instability is kept in check only through ever-higher economic growth churning out jobs for China's people.

The case for a crash in China's economy does not argue that what is now in progress is a gradual slowdown (in the sense of, say, poor but fast-growing economies slowing as they move towards parity with the rich economies). Instead, the phrasing says exactly what it intends, a crash is imminent. China will be caught and held, bumping up against the ceiling of a Middle Income Trap that it cannot escape.

### **How compelling is the evidence?**

But is the evidential basis for a crash in China's economy definitive? Banking and financial problems are intricate. Just as many observers found difficult to read, ahead of the 2008 Global Financial Crisis, related problems even in advanced economies, even more difficult it is to assess China's true financial position. Nonetheless, the weight of evidence appears to support the pessimistic view, that an imminent crash is increasingly likely.

The case for China's crash, however, is based not on finance alone, but on real-side considerations. On these latter fronts, evidence is mixed. China still has 100mn people living on less than US\$1 a day, mostly in the relatively under-developed west. If China's east coast manufacturing belt now sees rising wages and escalating costs, and pollution and congestion, China's west in contrast remains massively under-developed. Averaging east and west, China's per capita income today remains lower than that of nine countries in Africa. Since Beijing, Shanghai, and other parts of the east coast manufacturing belt have better than world middle-class incomes, it is simple arithmetic to deduce that wages in the west remain profoundly low, covering a workforce about as large as that in all of the US or the European Union.

To integrate China's western workforce into the national or indeed the global economy does not require physically transplanting those workers into China's east coast factories and urban cities. It suffices that the output that workforce produces can be easily sold elsewhere in China. For that, China's transportation infrastructure needs to be improved and extended. China needs more government investment, not less. That investment needs to be in infrastructure public goods, an undertaking that private enterprise hardly ever does well.

In the US, the continental economy is joined together by an interstate highway system. This came about through hard-fought Federal and Presidential action, in a sequence of Federal-Aid Highway Acts from 1938 until as late as 1956. In that time many US lawmakers objected to these plans for their unproductively enlarging the role of the federal government. Only by the 1970s did the US, through extended deliberate government policy, come to have the adequate transportation network that it now enjoys. "The interstate system, and the Federal-State partnership that built it, changed the face of America." China needs the same.

Today, China's infrastructure remains dismally below that in high-income economies. Its road network is 60% the length of that in the US. Its public airports number 10% that in the US. Despite China's greater reliance on and the US's disinterest in rail as a means of transportation, China's train network today has just 40% the length of the US's. For all the worries about over-stretched, misdirected finance putting up apartment buildings that then remain empty, China's residential property per capita today has floor area less than two-fifths that in the US. Inappropriate investment will always be harmful regardless where it occurs, whether in China or anywhere else in the world. But overall does China over-invest? Does China's investment rate of 50% of GDP indicate, by itself, inappropriate investment resulting in excess capacity? No.

In its export-oriented growth trajectory, China follows many emerging economies that correctly reckoned their internal markets insufficient in size, and thus sought economies of scale by providing for the global marketplace. It might seem peculiar to call inadequate a domestic population in China that numbers over a billion. But market size is measured in purchasing power, not number of consumers. Empirical evidence shows it is in rich urban cities where China's consumption grows most strongly: in Tier 1 cities, increases in consumption outpace even historical growth in national GDP. Therefore, making China a more integrated economy by reducing the inequality in development across east and west will automatically raise domestic demand overall and reduce China's reliance on the vagaries of international markets.

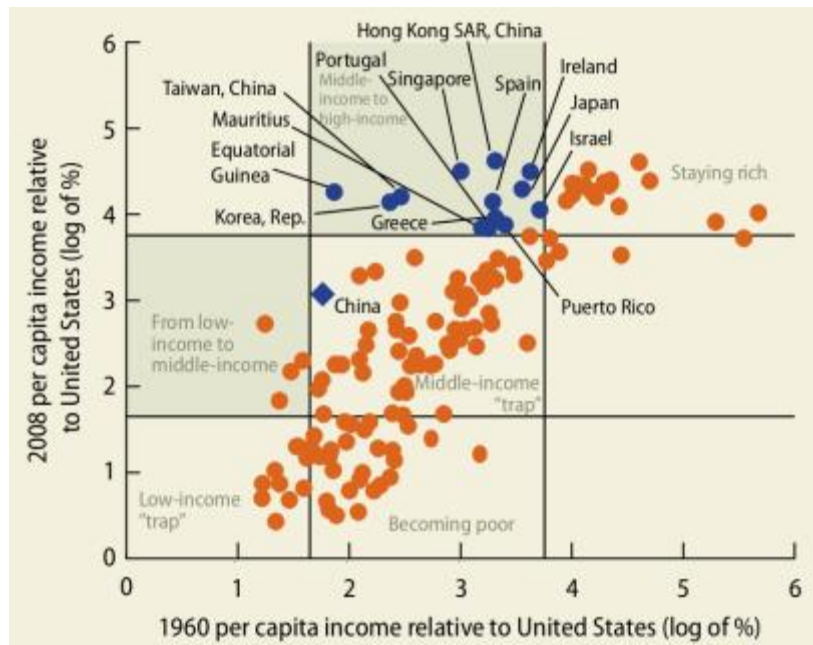
Thus, it could be self-defeating to seek to force China to reduce its export orientation. This would turn China towards less dynamic sources of economic growth and make China poorer. That, in turn, would reduce domestic spending, making China then depend even more on exports subsequently.

But won't China grow old before it gets rich? If the demographic dividend effect is indeed operative, then China's economic growth will slow because of its ageing population. Moreover, Chinese society will need to set aside resources to provide for these unproductive old. But if the Chinese population becomes dominated by old people who will not work, then the economy will also need to generate fewer jobs. It is a strange thing to worry about old people being unproductive because they won't work and, simultaneously, to fear that social instability will gush forth because an insufficient number of jobs is being created. There are certainly parts of

the world that will have more young in the future than they do today, but which will be the more successful economy in 2030? One where 340 million old Chinese peacefully practise taiji in the park; or another where 100 million angry young Arab men take to the streets, unable to find gainful employment?

It would be useful, to assess the likelihood of China’s imminent crash, to have rigorous studies that evaluate all these considerations jointly, and in sufficient numerical detail so that the necessary tradeoffs can be explicitly weighed, one against the other. Absent such an investigation, however, looking at the empirical evidence as I have just done fails to convince that China’s economy must crash soon.

However, studies are available that measure increased statistical likelihood of a sudden permanent slowdown once developing economies reach a certain level of per capita GDP, regardless of the fine details in the structure of those economies. This “Middle Income Trap” might catch China.



World Bank, 2012. China 2030: Building a Modern, Harmonious, and Creative High-Income Society

Among the most influential of such studies is that by The World Bank and the Development Research Center of China’s State Council, where a simple chart makes the key point: Who has been trapped at a Middle Income level, and who hasn’t?

In this chart each dot is an economy. Economies that have succeeded appear in the upper part of the picture; those that have failed, in the lower. In the chart the 45-degree line through the origin shows economies that by 2008 were only in the same position relative to the US as they had been in 1960. Thus, although those economies grew, they did so only at the same pace as the lead economy; they failed to improve from their initial position. Economies appearing below the 45-degree line did worse — they fell further behind even when starting out relatively poor. The World Bank report argues that if one divides up relative incomes, not unreasonably, into groups of low, middle, and high, then by 2008 only 13 economies had broken out of the Middle Income Trap. The remaining 88 were trapped.

Identifying the key common characteristics of the 13 successes will indicate whether China can evade the Middle Income Trap. In my view that lucky 13 fell into three categories:

1. Five East Asian, Confucian tradition economies: Hong Kong China, Japan, Korea, Singapore, and Taiwan China;
2. Four PIGS economies: Portugal, Ireland, Greece, and Spain;
3. Four varied economies: Equatorial Guinea, Israel, Mauritius, Puerto Rico.

For policy-makers seeking to learn from the Middle Income Trap’s escapees, Group 2, the collection of PIGS economies, is almost surely not where one would go. Those economies had grown through unsustainable credit or debt expansion; they are hardly examples of economic success. Group 3 is varied: US economics and politics figure prominently for Israel and Puerto Rico, but not for the other two, both just small African states.

This leaves only Group 1. These five economies all share characteristics in common with China today. They are all East Asian with a strong Confucian tradition. They are all high-saving economies. They have all grown through export-oriented development, emphasizing manufacturing. None has comparative advantage in natural resources. They all see significant government intervention in their development process. None is what the West would consider a politically successful liberal democracy. They all, early on, leveraged China's large, disciplined workforce through foreign direct investment, employment, and engagement with specific geographical parts of China. And, these last are, by definition, what China does.

(Hong Kong, Singapore, South Korea, and Taiwan are all of course much smaller than China. But the world has many more small economies than it does large. Simply as a statistical proposition, for pretty much any criteria, one will typically find more small-ish economies than large ones. Massive economies, moreover, have the advantage of economies of scale: For economic growth China is likely, at the margin, to be even more successful than this already successful group of 5.)

### **Conclusion**

The hypothesis that China's economy will imminently come to a crash is a powerful, persuasively argued proposition. But empirical evidence fails to support that unanimity of vision. China's economy might indeed crash. Then again, it might not. China's economy has already surprised its many detractors for three decades. Will this time be different?

### **[Le ralentissement dans les pays émergents aggrave encore les maux de l'économie mondiale](#), *Bulletin du FMI*, 9 juillet 2013**

- Le FMI prévoit une croissance mondiale d'un peu plus de 3 % en 2013, inchangée par rapport à 2012
- Le fléchissement dans les pays émergents pèsera sur les perspectives de la croissance mondiale
- Les risques pesant sur la croissance restent faibles dans les pays avancés, mais ils sont plus préoccupants dans les pays émergents

La croissance de l'économie mondiale est inférieure aux prévisions, et les risques augmentent en particulier dans les pays émergents, note le FMI dans une mise à jour de son rapport sur les Perspectives de l'économie mondiale (PEM). Le FMI prévoit maintenant une croissance mondiale de 3,1 % en 2013 et de 3,8 % en 2014, soit une révision à la baisse de ¼ point de pourcentage chaque année par rapport aux prévisions figurant dans l'édition d'avril 2013 des PEM.

La croissance mondiale n'a progressé que légèrement au premier trimestre de 2013, au lieu de continuer de s'accélérer comme prévu lors de la publication des PEM d'avril 2013. Ces résultats insuffisants s'expliquent par une croissance qui reste inférieure aux prévisions dans les principaux pays émergents, une récession plus profonde dans la zone euro et une expansion plus lente que prévu aux États-Unis. Par contre, la croissance a été plus vigoureuse que prévu au Japon.

Le FMI s'attend à ce que ces freins s'atténuent, mais seulement progressivement. Aux États-Unis, l'assainissement budgétaire ralentit et la demande privée reste solide : la croissance devrait passer de 1¾ % en 2013 à 2¾ % en 2014. Au Japon, la croissance devrait atteindre 2 % en 2013, soit 0,5 point de pourcentage de plus que dans la dernière édition des PEM, en raison des effets positifs des récentes mesures de soutien sur la confiance et la demande privée. La zone euro devrait rester en récession en 2013, la croissance reprenant en 2014. L'activité dans la région continue de souffrir des effets conjugués d'une demande faible, d'une confiance en berne, de marchés financiers fragmentés, de bilans fragiles et de l'assainissement budgétaire.

La croissance dans les pays émergents et les pays en développement devrait ralentir à 5 % en 2013 et à environ 5½ % en 2014, soit environ ¼ point de pourcentage de moins que prévu dans les PEM d'avril 2013. La détérioration des perspectives s'explique à des degrés divers par des goulets d'étranglement dans les infrastructures et autres contraintes de capacité, un ralentissement de la croissance des exportations, une baisse des cours des produits de base, des craintes sur le plan de la stabilité financière et, dans certains cas, un affaiblissement du soutien de la politique monétaire. En Chine, la croissance atteindra en moyenne 7¾ % en 2013-14, soit ¼ et ½ point de pourcentage de moins en 2013 et 2014, respectivement, que la prévision d'avril 2013.

### **De vieux risques subsistent et de nouveaux apparaissent**

La volatilité sur les marchés financiers a augmenté à l'échelle mondiale en mai et en juin après une période de calme depuis l'été dernier. Les pays émergents ont généralement été les plus touchés. Les hausses récentes des taux d'intérêt dans les pays avancés et la volatilité des prix des actifs, conjuguées à la faiblesse de l'activité

dans les pays émergents, ont entraîné des sorties de capitaux, des baisses des cours des actions, une augmentation des rendements locaux et des dépréciations monétaires dans les pays émergents.

Les prévisions des PEM supposent que la hausse de la volatilité et des rendements s'inversera en partie, car elle s'explique dans une large mesure par une réévaluation ponctuelle des risques par les investisseurs sur la base de la détérioration des perspectives de croissance de ces pays et une incertitude temporaire quant à la sortie de la relance monétaire aux États-Unis. Mais si la vulnérabilité sous-jacente persistait et que la volatilité restait élevée sur les marchés financiers, cela pourrait accroître les sorties de capitaux et ralentir la croissance dans les pays émergents.

De manière plus générale, les perspectives restent exposées à des risques, anciens et nouveaux. La mise à jour des PEM note les risques accrus d'un ralentissement de la croissance plus prolongé dans les pays émergents. Ces risques tiennent à la possibilité de retournements des flux de capitaux et d'effets plus prolongés des contraintes de capacité nationales, d'un ralentissement de la croissance du crédit et de la faiblesse de la conjoncture extérieure.

### **Des mesures propices à une croissance vigoureuse**

La détérioration des perspectives de croissance des pays émergents et les nouveaux risques qui apparaissent à l'échelle mondiale soulèvent de nouvelles questions en ce qui concerne la croissance mondiale, l'emploi et le rééquilibrage de l'économie mondiale. Dans tous les pays, les dirigeants doivent redoubler d'efforts pour s'attaquer à ces problèmes et rétablir une croissance vigoureuse, note le rapport.

Les priorités des **grands pays avancés** qui étaient présentées dans les PEM d'avril dernier restent d'actualité. Ces pays doivent maintenir un dosage macroéconomique qui soutient la croissance à court terme, ancré par des mesures visant à placer leur dette publique sur une trajectoire viable à moyen terme. Une communication claire en ce qui concerne la sortie de la relance monétaire contribuera à réduire la volatilité sur les marchés financiers mondiaux.

Dans la **zone euro**, un examen des actifs bancaires devrait recenser les actifs à problèmes et quantifier les besoins de fonds propres, avec une recapitalisation directe par le mécanisme européen de stabilisation si nécessaire. En s'appuyant sur les accords récents, les dirigeants devraient aussi avancer dans la mise en place d'une véritable union bancaire, notamment avec un mécanisme unique de restructuration des banques.

Bien que la situation actuelle et les facteurs de vulnérabilité varient parmi **les pays émergents et les pays en développement**, un affaiblissement de la croissance et les risques de sorties de capitaux soulèvent de nouveaux problèmes. Le ralentissement de la croissance dans certains de ces pays pourrait s'expliquer par une croissance potentielle inférieure aux prévisions. Ces pays pourraient donc avoir moins de marge de manoeuvre budgétaire que prévu.

En général, un assouplissement de la politique monétaire devrait donc être la première ligne de défense contre les risques de dégradation. Cependant, les taux directeurs réels sont déjà faibles, et les sorties de capitaux et les effets de nouvelles dépréciations monétaires sur l'inflation pourraient limiter les possibilités d'assouplissement. Par ailleurs, beaucoup de pays font face aussi à des risques en matière de stabilité financière étant donné la menace que font peser sur la qualité des actifs le ralentissement de la croissance et l'expansion rapide du crédit observée précédemment. Dans ces conditions, il est peut-être nécessaire de mettre à niveau les dispositifs de réglementation et de contrôle.

Enfin, tous les grands pays doivent opérer des réformes structurelles afin de rehausser la croissance mondiale et d'en favoriser le rééquilibrage. Comme par le passé, il s'agit d'accroître la demande intérieure dans les pays qui dégagent un excédent courant élevé (comme la Chine et l'Allemagne) et d'améliorer la compétitivité dans les pays qui affichent un déficit courant élevé.