

III. Sortie de crise dans les marchés émergents

Faits saillants

La situation économique des marchés émergents en 1999 s'est révélée bien meilleure qu'on ne l'avait craint au début de l'année; la croissance a été forte et l'inflation est restée modérée dans la majorité des cas. Le Brésil et la Russie ont réussi à contenir l'inflation après d'importantes dévaluations. En Asie, le redressement s'est accentué et étendu à la plupart des pays, tandis que les perspectives de déflation se sont éloignées en Chine et à Hong-Kong. L'amélioration des résultats s'est accompagnée du retour de la confiance sur les marchés financiers, avec un rétrécissement sensible des marges de crédit et un afflux de capitaux internationaux sur les marchés des actions et des obligations. Si la vigueur des cours des actions a permis aux gouvernements de se débarrasser plus facilement des actifs rachetés aux banques pendant la crise, leur vulnérabilité à l'égard d'éventuelles sorties de capitaux a suscité des préoccupations dans certains pays asiatiques.

La plupart des pays d'Amérique latine sont peu à peu sortis de la récession durant l'année: l'amélioration de l'environnement extérieur leur a permis d'assouplir les conditions monétaires et des mesures de réduction des déficits budgétaires ont contribué à stabiliser la situation. Une vague d'investissements directs étrangers et la libéralisation du commerce international ont encore renforcé l'intégration de l'Amérique latine dans l'économie mondiale. La montée progressive des prix pétroliers a aidé les pays producteurs de la région ainsi que la Russie et le Moyen-Orient. Cependant, le niveau atteint par les déficits extérieurs, en présence d'une demande intérieure faible et d'un contexte favorable de la demande mondiale, demeure une source de fragilité, d'autant que plusieurs économies enregistrent un endettement extérieur considérable. Cela vaut aussi pour de nombreux pays d'Afrique. À l'échelle de cette région, le déficit courant est resté élevé l'année dernière, bien que le taux de croissance moyen ait diminué.

Malgré des réformes au niveau microéconomique qui ont amélioré la compétitivité de plusieurs pays, il est à redouter que leur capacité de résistance à des crises économiques ou financières soit encore assez faible. Dans divers pays d'Asie, l'assainissement des bilans bancaires s'est poursuivi. Par contre, la restructuration des entreprises paraît prendre plus de temps, même si, en Corée, le secteur manufacturier a été quelque peu dynamisé par l'ouverture des marchés et les investissements directs étrangers. La Chine et l'Inde ont aussi entrepris de réformer leurs systèmes financier et économique, mais les progrès ont été lents et dépendent beaucoup de l'aptitude des autorités à mettre leurs programmes en application.

Les marchés émergents ayant adopté des régimes de change plus souples, leurs autorités ont cherché ou mis en place de nouveaux moyens d'ancrer les

anticipations d'inflation. Certains d'entre eux appliquent déjà des objectifs d'inflation pour la conduite de la politique monétaire et plusieurs pays d'Asie envisagent de faire de même.

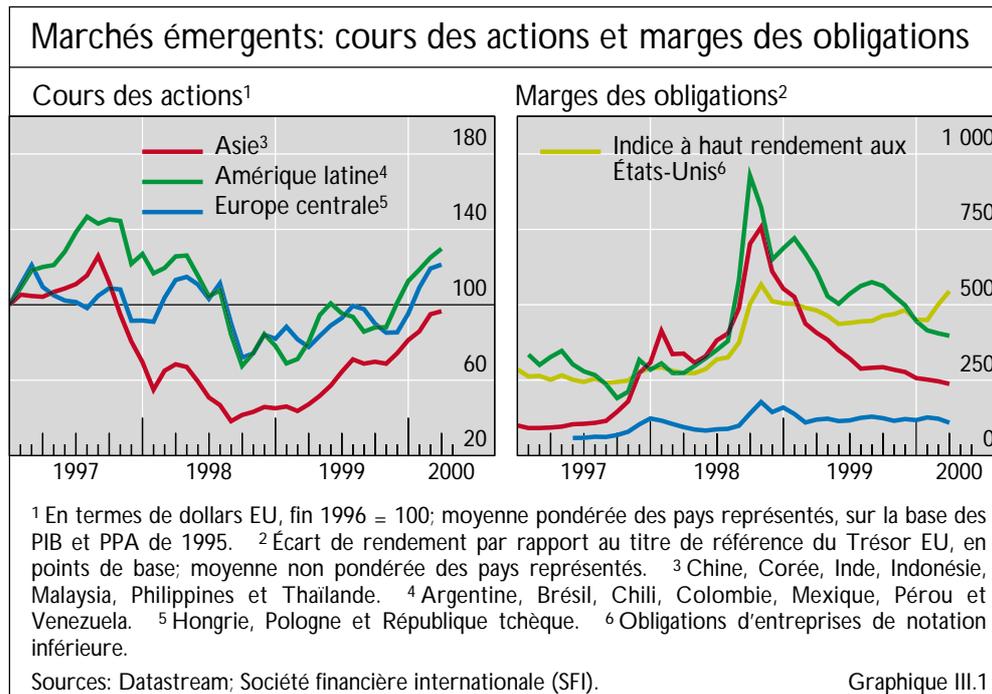
Principales tendances économiques et financières

À mesure que l'année 1999 avançait et que la croissance s'accélérait dans les pays industriels, la situation économique et financière s'est progressivement améliorée dans les marchés émergents. Dans ceux qui sont représentés dans le graphique III.1, les cours des actions ont augmenté d'environ 60% en 1999, soit beaucoup plus que dans la plupart des pays industriels. La hausse des taux d'intérêt à court et à long terme dans le monde industriel n'a eu qu'un impact modéré sur les économies émergentes et les marges de crédit sur les emprunts internationaux ont continué de diminuer. Autre signe du retour de la confiance, la monnaie des pays qui avaient adopté un régime de flottement dirigé s'est généralement stabilisée, voire, dans certains cas, appréciée par rapport au dollar EU.

Amélioration de la situation économique et financière

Si le raffermissement de la demande mondiale a joué un rôle essentiel dans le redressement de l'activité économique l'année dernière, les politiques mises en œuvre et d'autres facteurs internes ont aussi largement permis de stimuler la reprise mais également de contenir l'inflation. Cela a été particulièrement évident en Asie, où des politiques accommodantes ou de relance ont soutenu un rebond présentant la caractéristique typique d'une courbe en V, dont la vigueur avait été passablement sous-estimée par la plupart des prévisionnistes. La hausse cyclique des stocks a eu un effet positif, puis l'amélioration de la balance commerciale, due surtout au départ à la contraction des importations et, progressivement, à l'accroissement des exportations, a beaucoup contribué à l'expansion; enfin, la

Vigueur inattendue de la reprise en Asie



consommation a redémarré. Les devises des pays d'Asie se sont raffermies parallèlement au retour de la confiance et de la croissance. Ces modifications ont eu tendance à atténuer les tensions sur les prix intérieurs sans remettre en cause la compétitivité.

Dynamisme
surprenant en
Amérique latine ...

De même, en Amérique latine et dans les économies en transition, la croissance a été supérieure aux prévisions. Après la dépréciation du real brésilien au début de l'année dernière, on s'attendait le plus souvent à un recul de la production, non seulement au Brésil mais aussi dans d'autres pays où des signes

Croissance, inflation et solde des paiements courants									
	PIB réel			Prix à la consommation			Solde des paiements courants		
	1992-97	1998	1999 ep	1992-97	1998	1999 ep	Moyenne 1992-97	1998	1999 ep
	variation annuelle, en %						en % du PIB		
Asie ¹	8,8	2,0	6,0	9,7	7,4	2,2	-0,3	4,5	3,0
Chine	11,5	7,8	7,1	13,3	-0,9	-1,4	1,0	3,0	1,5
Hong-Kong	5,2	- 5,1	2,9	7,8	2,8	-4,0	0,1 ²	0,5 ²	4,4 ²
Inde	6,3	6,0	6,3	8,4 ³	6,9 ³	3,5 ³	-1,2	- 0,9	- 0,8
Corée	6,8	- 6,7	10,7	5,2	7,5	0,8	-1,8	12,6	6,0
Singapour	9,1	0,4	5,4	2,1	-0,3	0,5	14,7	25,4	25,3
Taiwan	6,6	4,6	5,7	3,2	1,7	0,2	3,1	1,3	2,0
Indonésie	6,9	-13,7	0,2	8,2	58,4	20,5	-2,4	4,4	3,8
Malaysia	9,2	- 7,5	5,4	3,6	5,3	2,7	-5,7	13,7	16,9
Philippines	3,8	- 0,5	3,2	7,8	9,7	6,7	-4,2	2,0	9,2
Thaïlande	6,5	-10,2	4,1	5,0	8,1	0,3	-5,9	12,5	8,9
Amérique latine ¹	4,1	1,9	0,1	102,9	10,5	9,1	-2,7	- 4,4	- 2,6
Argentine	5,3	3,9	-3,0	7,0	0,9	-1,2	-3,1	- 4,9	- 4,2
Brésil	4,4	0,1	0,8	363,3	3,8	4,9	-1,8	- 4,4	- 4,0
Chili	8,4	3,4	-1,1	10,2	5,1	3,4	-3,9	- 5,7	- 0,1
Colombie	4,3	0,6	-4,5	22,2	20,4	11,2	-4,3	- 5,3	- 1,3
Mexique	2,5	4,8	3,4	19,9	15,9	16,6	-4,0	- 3,8	- 2,9
Pérou	5,6	0,3	3,8	27,5	7,2	3,5	-5,6	- 6,0	- 3,6
Venezuela	2,2	- 0,7	-7,2	55,2	35,8	23,6	2,7	- 2,7	5,4
Europe centrale ¹	3,9	3,3	3,2	24,0	11,9	6,5	-1,5	- 4,1	- 5,8
Hongrie	1,1	4,9	4,5	22,4	14,3	10,0	-4,8	- 4,9	- 4,3
Pologne	5,2	4,8	4,1	29,3	11,8	7,3	0,5	- 4,4	- 7,5
République tchèque	1,9	- 2,2	-0,2	11,3	10,7	2,1	-3,5	- 2,5	- 2,0
Russie	-7,2	- 4,9	3,2	285,3	27,7	85,7	2,3	0,4	13,9
Arabie Saoudite	1,1	1,6	1,0	1,3	-0,4	-1,6	-6,4	-10,2	- 2,8
Israël	5,2	1,9	2,2	10,9	5,4	5,2	-4,3	- 0,9	- 2,6
Turquie	4,9	2,8	-5,0	82,3	84,6	64,9	-1,2	0,9	- 0,5
Afrique	2,3	3,4	2,8	24,0	6,7	5,8	-9,5 ⁴	-16,5 ⁴	-13,2 ⁴
Afrique du Sud	1,7	0,1	1,2	9,5	6,9	5,2	-0,4	- 1,7	- 0,4
<i>Pour mémoire:</i>									
<i>Pays industriels</i>	2,5	2,7	2,9	2,5	1,3	1,5	-	- 0,1	- 0,8

¹ Moyenne pondérée des pays cités, sur la base des PIB et PPA de 1995. ² Solde des échanges de biens et services hors revenus des facteurs. ³ Prix de gros. ⁴ En % des exportations de biens et services.

Sources: FMI; données nationales; estimations BRI.

Tableau III.1

Évolution des termes de l'échange dans le monde			
	1997	1998	1999 ep
	variation annuelle, en %		
Économies émergentes	-0,4	- 6,2	3,6
Asie	-0,9	- 0,8	-1,3
Amérique latine	-1,3	- 7,2	5,2
Afrique	0,9	- 9,9	3,6
Moyen-Orient	1,0	-14,4	12,3
Pays industriels	-0,4	1,5	0,2

Source: FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*. Tableau III.2

de récession étaient déjà apparus à la fin de 1998. Grâce notamment à une réorientation opportune des politiques qui a aidé à contenir l'inflation, l'économie brésilienne s'est redressée avec une rapidité surprenante et la production globale de la région est restée à peu près au même niveau qu'en 1998 (tableau III.1). Toutefois, les pays fortement tributaires des exportations de produits primaires dont les prix ont diminué et/ou ceux qui ont conservé un régime de change fixe ont généralement enregistré une contraction de la production.

Parmi les économies en transition, la principale surprise est venue de la Russie, qui a très vite surmonté la crise financière de l'automne 1998. Comme au Brésil, cette issue positive semble due en partie à des politiques qui ont empêché la dépréciation de la monnaie de se répercuter intégralement sur l'inflation intérieure. Malgré le ralentissement de l'expansion en Amérique latine, en Afrique et au Moyen-Orient, la croissance moyenne des économies émergentes est estimée à 4% pour l'année dernière. Ce chiffre est nettement plus élevé qu'en 1998, mais reste bien inférieur à la moyenne du début des années 90 et ne rétablit que partiellement l'écart historique par rapport aux pays industriels.

Les variations des prix des produits de base, des cours de change et, par suite, des termes de l'échange ont eu une influence notable sur l'évolution de l'activité en 1999, surtout dans les régions et pays dont les exportations sont peu diversifiées et où la croissance s'en est trouvée ralentie (tableau III.2). En Afrique, au Moyen-Orient et dans la plupart des pays d'Amérique latine, les développements enregistrés l'an dernier semblent traduire les effets différés des importantes détériorations des termes de l'échange de 1998, tandis que l'amélioration ultérieure n'a commencé à se faire sentir qu'à partir de la fin de 1999. L'impact négatif de la dégradation des termes de l'échange a été particulièrement évident dans les pays à régime de change fixe confrontés à une contraction marquée de leurs principales exportations. D'autres pays ont laissé leur monnaie se déprécier par rapport au dollar EU pour atténuer l'incidence de la chute des prix des produits de base sur les revenus réels. Toutefois, dans la plupart des cas, l'effet de cette dévaluation a été en partie compensé par l'adoption de mesures plus rigoureuses visant à éviter une accélération de l'inflation intérieure.

Bien que leur incidence soit moins directe, l'ampleur et la composition des flux nets de capitaux peuvent aussi expliquer en partie les écarts de croissance entre les économies émergentes (tableau III.3). Globalement, les entrées nettes

... et dans les économies en transition

Incidence négative de la faiblesse des prix des produits de base

Lente reprise des flux de capitaux ...

de capitaux privés sont restées plus ou moins constantes par rapport à 1998 mais sont nettement au-dessous des niveaux enregistrés avant la crise asiatique. En Asie, d'amples excédents des paiements courants ont permis de rembourser la dette bancaire sans compromettre la reprise. L'accumulation de réserves de change a été presque aussi importante qu'en 1998. Inversement, en Amérique latine, la baisse des entrées nettes de capitaux et la persistance de déficits courants élevés ont conduit, ou contraint, plusieurs pays à durcir leurs politiques monétaire et budgétaire au début de 1999 lorsque la crise brésilienne a entraîné un relèvement des primes pour toute la région. Les flux nets de capitaux vers

Économies émergentes: entrées nettes de capitaux privés				
	1996	1997	1998	1999
	en milliards de dollars EU			
Économies émergentes				
Total	216	148	75	81
Investissement direct	113	139	143	150
Investissement de portefeuille	78	53	9	23
Divers	25	-44	-77	-93
<i>Pour mémoire: Paiements courants</i>	- 94	-72	-51	14
<i>Variation des réserves¹</i>	-114	-73	-38	-79
Asie				
Total	104	- 1	-43	-27
Investissement direct	53	55	58	50
Investissement de portefeuille	13	4	-18	- 6
Divers	38	-60	-83	-71
<i>Pour mémoire: Paiements courants</i>	- 37	23	114	96
<i>Variation des réserves¹</i>	- 50	-16	-70	-60
Amérique latine				
Total	72	86	70	54
Investissement direct	40	53	56	64
Investissement de portefeuille	41	19	15	11
Divers	- 8	13	- 1	-20
<i>Pour mémoire: Paiements courants</i>	- 38	-64	-89	-54
<i>Variation des réserves¹</i>	- 31	-15	17	5
Afrique				
Total	8	17	12	15
Investissement direct	5	7	5	10
Investissement de portefeuille	1	4	4	4
Divers	1	6	2	1
<i>Pour mémoire: Paiements courants</i>	- 7	- 7	-20	-17
<i>Variation des réserves¹</i>	- 9	-11	1	- 3
Économies en transition				
Total	17	23	14	12
Investissement direct	14	20	21	24
Investissement de portefeuille	19	22	7	4
Divers	- 16	-18	-14	-16
<i>Pour mémoire: Paiements courants</i>	- 17	-26	-25	- 5
<i>Variation des réserves¹</i>	- 2	-10	- 1	- 8

¹ Un signe moins indique un accroissement.
Source: FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*.

Tableau III.3

l'Afrique ont été à peu près insensibles aux modifications des conditions des marchés internationaux mais aussi, malheureusement, aux besoins de financement extérieur de ce continent. En raison surtout de la faiblesse des prix des produits agricoles, le déficit global des paiements courants de la région, qui s'était fortement creusé en 1998, est resté considérable l'an dernier, tandis que les entrées nettes de capitaux ont continué de stagner. Compte tenu de l'insuffisance de l'épargne intérieure, il est possible que, dans certains cas, le manque de financements extérieurs ait aggravé le ralentissement de la production en limitant l'investissement.

Il est probable que la composition des entrées de capitaux a eu également une influence sur la croissance en 1999. Au cours des dix dernières années, les investissements directs étrangers (IDE) dans les économies émergentes ont notablement augmenté, tant en termes absolus qu'en proportion du total des apports de capitaux privés. En outre, malgré la crise asiatique et les turbulences de 1998, les flux d'IDE sont restés remarquablement stables, à un niveau élevé. Cela a été dû en partie à la mondialisation des structures de production, mais aussi à des facteurs plus spécifiques: levée des restrictions sur les entrées d'IDE dans quelques pays d'Asie; attrait exercé par les faibles coûts de production par

... due à
l'augmentation des
entrées d'IDE ...

Marchés émergents: financements internationaux							
	Moyenne 1990-95 ¹	1996	1997	1998	1999	Jun 1997	Décembre 1999
en milliards de dollars EU							
Prêts bancaires internationaux ²						Encours	
Asie ³	37	80	5	-96	-53	480	315
<i>dont:</i> Chine	7	13	10	-11	-15	85	68
Autres pays ⁴	28	58	-10	-83	-31	329	190
Amérique latine	1	28	31	-8	-16	284	280
<i>dont:</i> Argentine	-	5	8	1	-	42	48
Brésil	-	17	14	-11	-9	98	85
Mexique	-	-	-7	-	-4	69	61
Europe centrale ⁵	-	2	6	6	5	26	39
Russie	1	6	10	-6	-8	54	44
Afrique	-2	-	3	-2	1	51	56
Émissions nettes de titres internationaux						Encours	
Asie ³	15	42	34	-	-3	127	139
<i>dont:</i> Chine	2	2	4	-	-	17	18
Autres pays ⁴	11	38	25	-	-2	98	107
Amérique latine	13	41	42	22	32	136	205
<i>dont:</i> Argentine	6	11	14	11	11	35	63
Brésil	4	12	10	3	6	35	46
Mexique	2	13	8	2	10	50	63
Europe centrale ⁵	3	-	2	2	2	15	20
Russie	-	-	7	12	-1	6	19

¹ Émissions nettes de titres: 1993 T4-1995. ² Variation, hors effets de change, des créances des banques déclarantes BRI.
³ À l'exclusion de Hong-Kong et Singapour. ⁴ Pays touchés par la crise: Corée, Indonésie, Malaysia, Philippines et Thaïlande.
⁵ Hongrie, Pologne et République tchèque.

Source: BRI.

Tableau III.4

suite de l'affaiblissement marqué de certaines monnaies et/ou par la baisse des cours des actions; privatisation de grandes entreprises publiques. En Amérique latine, les flux d'IDE ont presque intégralement financé le déficit courant en 1999. De même, dans des pays en transition comme la Pologne ou la Hongrie, la relative stabilité des entrées d'IDE a rendu moins pressantes des mesures restrictives destinées à prévenir une aggravation du déficit des paiements courants. À l'inverse, les pays d'Afrique, qui n'ont bénéficié que d'une petite partie des flux d'IDE à destination des économies émergentes, ont dû ajuster leurs politiques monétaire et budgétaire pour contenir leur déficit courant.

... mais nouvelle contraction des flux bancaires

Le montant global des prêts bancaires transfrontières au monde émergent a continué de baisser en 1999, moins toutefois qu'en 1998. Depuis le début de la crise, les pays d'Asie ont réduit l'encours de leur dette envers les banques internationales d'environ \$160 milliards (tableau III.4), en raison de la contraction des dépenses d'investissement et de la restructuration financière des banques et des entreprises. Les crédits bancaires internationaux à l'Amérique latine et à la Russie ont aussi diminué. En revanche, les émissions d'obligations internationales se sont avérées être une source de financement plus stable. En fait, les pays d'Amérique latine ont sensiblement accru leurs émissions depuis le milieu de 1997, malgré de fortes fluctuations des écarts de rendement. L'Argentine et le Mexique ont joué un rôle particulièrement actif à cet égard en 1999 et les opérations nouvelles se sont multipliées au début de 2000, un nombre de plus en plus grand de pays d'Amérique latine tirant parti du resserrement des écarts de taux.

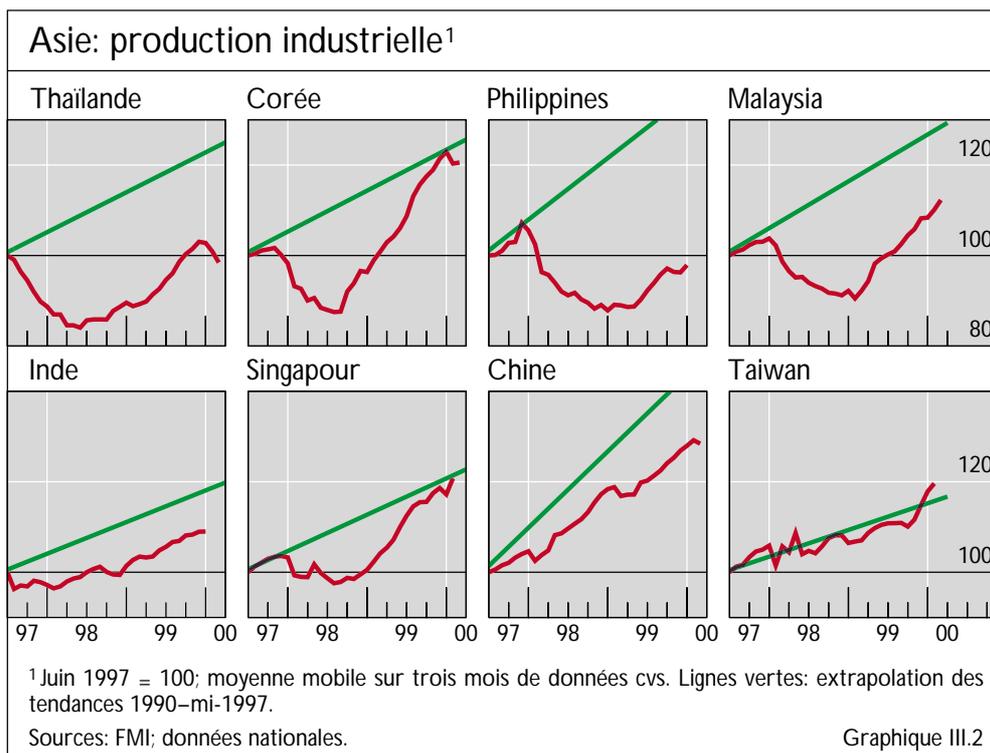
Redressement de l'Asie après la crise

Redressement vigoureux mais inégal en Asie

Dans la majeure partie de l'Est asiatique, la sévère contraction de la production a pris fin au second semestre de 1998. Le rebond a ensuite été beaucoup plus vigoureux qu'on ne le prévoyait généralement, mais des différences importantes sont apparues d'une économie à l'autre dans le rythme et l'ampleur du mouvement (tableau III.1). En Corée, à Singapour et à Taiwan, la production avait retrouvé, fin 1999, son évolution tendancielle antérieure à la crise, tandis qu'en Malaysia et Thaïlande elle dépassait son niveau d'alors (graphique III.2). À Hong-Kong, la reprise a été plus tardive, mais l'activité a redémarré au premier semestre de 1999 et s'est progressivement accélérée durant l'année. Les Philippines ont subi une récession en 1998, due à de mauvaises récoltes ainsi qu'à l'effet de contagion des pays voisins. Toutefois, l'économie s'est redressée en 1999, en partie parce que le pays ne souffrait pas, à la différence de certains autres, d'un grave problème d'endettement extérieur et que ses banques connaissaient moins de difficultés. L'Indonésie, qui a connu la contraction la plus forte et la plus longue, a commencé à en sortir à la fin de 1999, mais le redressement reste à confirmer. Jusque dans les derniers mois, l'incertitude politique sapait la confiance des ménages et des entreprises et la fragilité du secteur financier faisait également obstacle à la reprise.

Croissance soutenue mais plus lente en Chine ...

En Chine, malgré un ralentissement depuis plusieurs années, l'expansion est restée plus soutenue que dans les autres pays d'Asie. Pour compenser les effets dépressifs à court terme de la réforme économique et la faiblesse des exportations, les autorités ont accru les dépenses publiques. La baisse des prix,



l'aggravation du chômage et la fragilité du secteur bancaire les ont incitées, en outre, à assouplir les conditions monétaires en réduisant les taux d'intérêt nominaux et les réserves obligatoires. Elles ont aussi enjoint aux banques d'accroître les crédits destinés aux infrastructures, aux logements et aux exportations ainsi que le financement du fonds de roulement des entreprises d'État et le crédit à la consommation.

L'Inde a bénéficié de l'accélération de la production industrielle et de l'essor vigoureux du secteur des technologies de l'information. L'augmentation de la production et des revenus ruraux a aussi alimenté l'expansion, tandis que la hausse des prix pétroliers a entraîné une détérioration de la balance commerciale. Malgré un déficit budgétaire élevé (voir ci-après) et une croissance rapide de la masse monétaire, le taux d'inflation sous-jacent est tombé extrêmement bas, grâce principalement à de bonnes récoltes et au recul de l'inflation à l'échelle mondiale. Si les réformes au niveau microéconomique peuvent avoir contribué également à atténuer les tensions inflationnistes, l'importance des prix alimentaires fait que le pays reste vulnérable à des chocs au niveau de l'offre et à des poussées subites d'inflation. À moyen terme, il est prévu de privatiser certains secteurs clés, ce qui devrait alléger le poids de la dette publique et pourrait aussi attirer davantage d'investissements directs étrangers.

Dans l'Est asiatique, les exportations ont été le moteur de la reprise au premier semestre de 1999. Leur développement a été très variable selon les pays, en raison notamment de différences dans leur structure et leur destination. Pour certaines économies, le raffermissement de la demande de composants électroniques, particulièrement au Japon, a exercé un stimulant majeur, tandis que pour d'autres, où les industries pénalisées par une surcapacité mondiale

... et niveau étonnamment bas de l'inflation en Inde

Forte contribution des exportations à la croissance ...

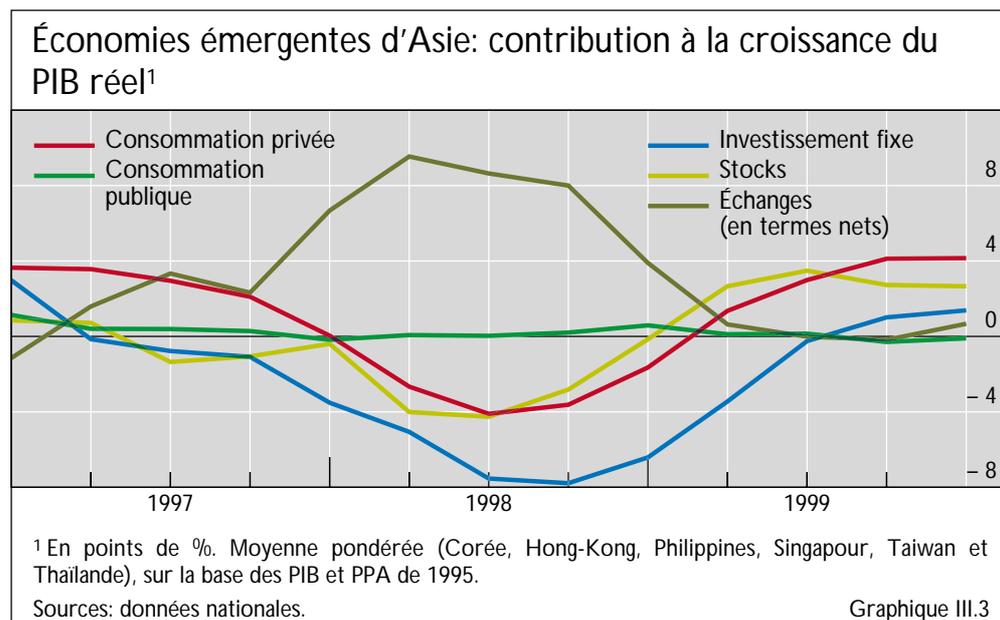
(automobile, par exemple) occupent une place importante, les facteurs extérieurs ont été moins favorables. Les pays qui exportent davantage vers les États-Unis ont bénéficié de la vigueur de la demande américaine, mais le redressement marqué du commerce intra-asiatique les a aussi aidés. En Chine, les exportations ont été soutenues au second semestre de 1999 par de nouveaux allègements fiscaux. La dépréciation des monnaies de nombreux pays émergents d'Asie a été suivie par une forte appréciation du yen, ce qui leur a donné un atout supplémentaire par rapport à un concurrent important. Toutefois, compte tenu de la place du Japon en tant que débouché pour leurs exportations et source de financement et d'investissement direct, la faiblesse structurelle et conjoncturelle persistante de ce pays a globalement pénalisé la croissance dans la région.

... et redémarrage progressif de la demande intérieure

Durant l'année, le raffermissement de la demande intérieure, et notamment la hausse cyclique des stocks, a pris le relais des exportations (graphique III.3). À mesure que l'amélioration des perspectives d'emploi renforçait la confiance des consommateurs et que les prix des actifs se redressaient, les achats de biens de consommation durable qui avaient été différés ont repris. En Corée et en Malaisie, les entreprises ont recommencé à accroître modérément leurs investissements en 1999. Toutefois, en raison des excédents de capacités dans plusieurs secteurs et de la priorité accordée par de nombreuses entreprises à la restructuration et à la réduction de l'endettement, l'investissement est resté faible dans l'ensemble. Les petites entreprises ont eu beaucoup de mal à lancer de nouveaux investissements à cause des problèmes du secteur bancaire, tandis que les plus grandes ont eu recours aux émissions de titres pour financer leurs investissements ou rembourser les banques.

Importants excédents des paiements courants ...

La région a continué d'enregistrer un excédent important des paiements courants. La récession avait entraîné une forte contraction des importations et, avec l'expansion des exportations, le déficit global des opérations courantes, qui avait atteint \$37 milliards en 1996, a fait place à un excédent de \$114 milliards en 1998. L'an passé, la demande intérieure s'est quelque peu raffermie et les



importations se sont accrues en conséquence, les entreprises se mettant à reconstituer leurs stocks, si bien que l'excédent est revenu à \$96 milliards. En Chine, les importations enregistrées ont considérablement augmenté, mais cette expansion a été due, en partie tout au moins, à la répression de la contrebande. Les flux d'IDE vers les économies émergentes d'Asie ont été relativement stables; ils se sont intensifiés en direction de la Corée et de Taiwan mais ont été moins abondants vers la Chine et la Malaysia. Les investissements de portefeuille sont restés modestes et les prêts bancaires internationaux ont continué de se contracter en 1999, ce qui est dû à la fois aux facteurs liés à la demande examinés ci-dessus et aux mesures prises par les banques japonaises pour réduire le montant de leurs actifs internationaux.

... et stabilité des flux d'IDE

Contraintes de capacités et tensions inflationnistes

L'inflation est demeurée faible dans la plupart des pays d'Asie (tableau III.1) et les prévisions ont été révisées en baisse en 1999, alors même que les projections de croissance l'ont été en hausse. Les répercussions sur l'inflation des importantes dépréciations ont été très modestes, non seulement à cause de la faiblesse inhabituelle de la demande intérieure en 1998, mais aussi parce que les variations de change les plus marquées ont été considérées, à juste titre, comme transitoires. En Chine et à Hong-Kong, les prix ont diminué sur la majeure partie de 1999; cela peut être attribué à l'appréciation du cours de change effectif réel ainsi qu'à l'impact de récoltes exceptionnelles sur les prix alimentaires et, dans le cas de la Chine, aux effets de la restructuration de l'économie. Même en Indonésie où la dépréciation a été beaucoup plus forte et où la situation a été aggravée par de mauvaises récoltes et des troubles sociaux, l'inflation a rapidement décru, après une vive hausse en 1998.

Persistance d'une faible inflation

L'augmentation des prix pétroliers, qui a commencé au début de 1999, a fait monter l'indice des prix à la consommation dans la plupart des pays mais ne semble pas encore avoir déclenché d'effets secondaires, et les prévisions font état d'une inflation modérée, sauf peut-être en Corée où le taux d'utilisation des capacités pourrait atteindre ses limites. Toutefois, le fait que les autorités coréennes sont rapidement intervenues en relevant les taux d'intérêt a peut-être atténué le risque d'inflation.

Déséquilibres budgétaires et dette publique

La crise de 1997-98 a eu un impact prononcé sur les soldes budgétaires et la dette publique (tableau III.7). En raison de la diminution des recettes, conjuguée à des mesures discrétionnaires de relance et à l'alourdissement du service de la dette publique, la plupart des pays d'Asie présentaient un déficit budgétaire à la fin de 1998. Grâce à la vigueur inattendue de la reprise et à ses effets sur les recettes, Hong-Kong et la Corée ont réussi à abaisser leur déficit en 1999, alors que, dans les autres pays, les difficultés de recouvrement de l'impôt, l'absence de maîtrise des dépenses et, pour Taiwan, les conséquences d'un grave séisme ont creusé le déficit ou réduit l'excédent. Suite aux mesures prises pour restructurer et recapitaliser le système bancaire, l'effet de la crise a été encore plus prononcé en ce qui concerne la dette publique, et, dans plusieurs pays, le ratio dette/PIB a été de l'ordre de 40 à 60% l'année dernière.

Augmentation des déficits et des ratios de la dette publique

En Inde, les préoccupations suscitées par la situation budgétaire se sont progressivement intensifiées durant les années 90. L'an passé, le déficit de l'administration centrale a atteint quelque 6% du PIB et celui de l'ensemble du secteur public environ 10%. L'alourdissement correspondant de la dette du secteur public, qui se monte à près de 60% du PIB, l'importance des engagements de garantie contractés à différents échelons des pouvoirs publics et le caractère frileux des propositions de réforme faites dans le dernier budget sont autant d'éléments qui suscitent de plus en plus d'interrogations sur la nature durable d'une telle situation.

Marchés financiers et régimes de politique monétaire

La stabilité des
cours de change
permet de réduire
les taux d'intérêt ...

La plupart des monnaies d'Asie qui avaient subi une forte dépréciation en 1997-98 s'étaient en partie redressées au début de 1999 et sont restées à peu près stables par rapport au dollar ou ont progressivement remonté durant l'année (graphique III.4). Les autorités ont pu ainsi réduire les taux d'intérêt nominaux et les ramener, dans la majorité des cas, à un niveau inférieur à celui qu'ils occupaient avant la crise. Toutefois, dans certains pays, en raison du recul de l'inflation, les taux n'ont guère varié en termes réels. Des banques centrales sont intervenues pour acheter des devises, notamment pour reconstituer leurs réserves de change, mais aussi pour préserver les gains de compétitivité.

... mais l'avenir
dépendra du
régime de change

Les taux d'intérêt étaient généralement assez stables à la fin de 1999, mais les majorations opérées et attendues aux États-Unis et en Europe faisaient craindre que les pays d'Asie ne soient contraints d'ajuster leur politique monétaire. Avec son régime de caisse d'émission, Hong-Kong a dû suivre l'évolution des taux aux États-Unis, ce qui n'est plus le cas pour les pays qui ont abandonné le rattachement au dollar. Ainsi, dans les économies où le change est soumis à des tensions, en raison de l'importance de l'excédent des paiements courants et de l'afflux d'IDE, les autorités pourraient durcir les conditions monétaires en maintenant les taux d'intérêt constants mais en laissant le change s'apprécier.

Forte hausse des
cours des actions

Les cours des actions ont fortement augmenté en 1999 dans la région, et souvent quasiment doublé, regagnant ainsi une partie du terrain perdu durant la crise. Comme, dans la plupart des pays, les profits des entreprises restent modestes, les ratios cours/bénéfices sont généralement plus hauts qu'avant cet épisode, sans atteindre toutefois les mêmes niveaux qu'aux États-Unis (graphique III.5). Bien que ces ratios soient habituellement élevés en début de reprise, les craintes de surévaluation pourraient réapparaître si les cours ne sont pas rapidement soutenus par une amélioration des bénéfices. En outre, les marchés des actions sont sensibles aux relèvements de taux d'intérêt en Europe et aux États-Unis et, d'une façon générale, à une baisse des cours dans les pays industriels (chapitre V). Toutefois, il est difficile de savoir quel serait, en Asie, l'impact d'un repli des cours sur l'économie réelle.

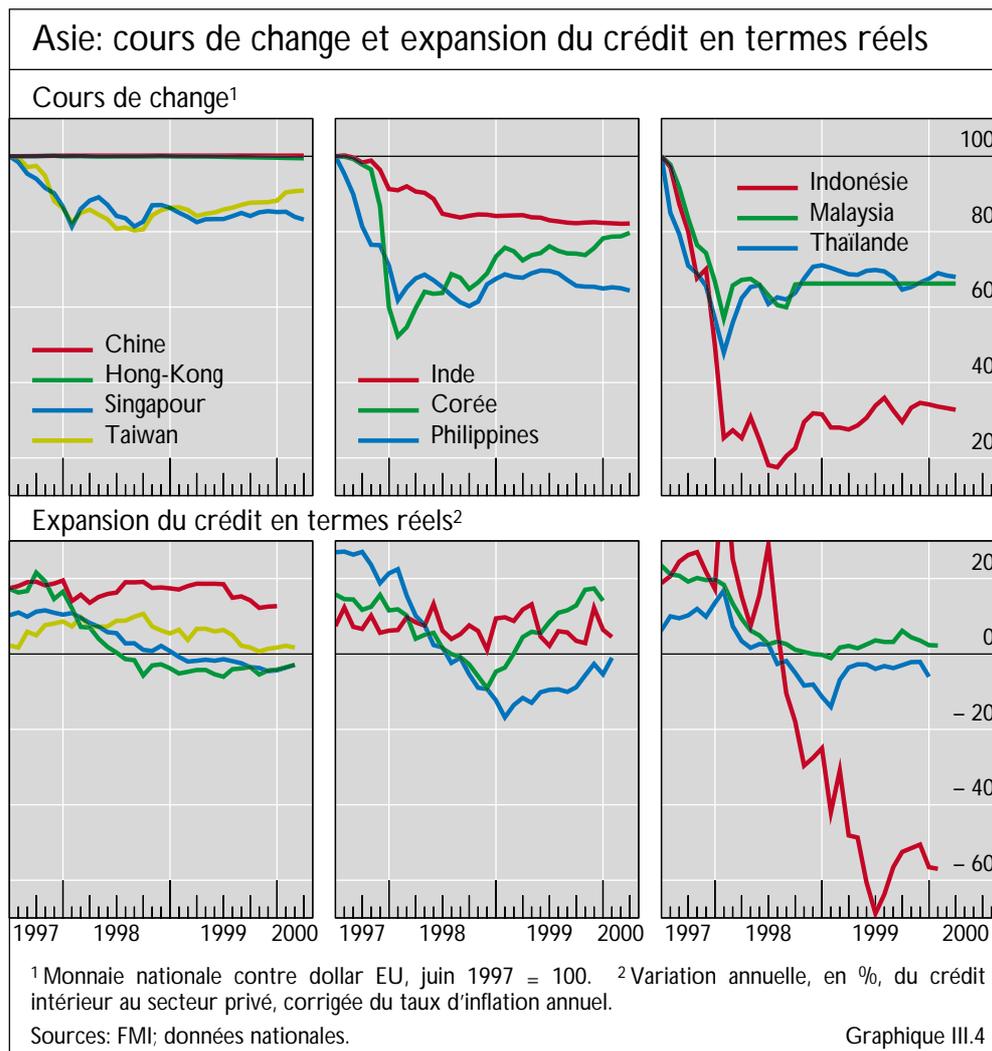
Évolution de la
situation dans les
pays à régime de
change fixe

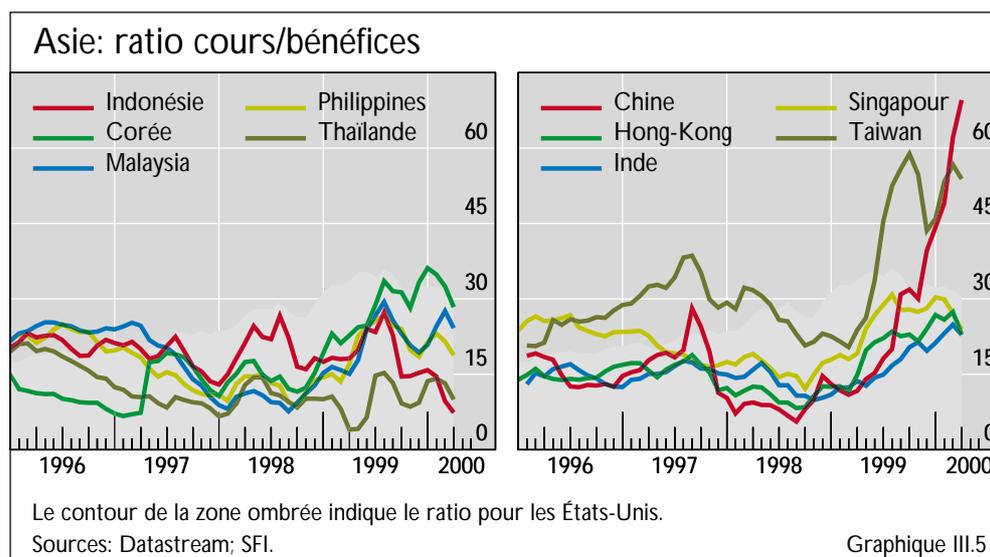
Après la crise, la majorité des banques centrales de la région ont adopté un régime de change flottant, à l'exception surtout de la Malaysia, de la Chine et de Hong-Kong. La Malaysia a maintenu la parité fixe qu'elle avait adoptée au milieu de la crise mais a assoupli certaines mesures de contrôle des changes et en a levé d'autres. La Chine a réussi à conserver son rattachement de fait au dollar, grâce

au contrôle des changes, et Hong-Kong a gardé son régime de caisse d'émission, au prix d'une hausse temporaire des taux d'intérêt. En Chine et à Hong-Kong, par suite de l'appréciation des monnaies de plusieurs pays voisins à l'égard du dollar et de la déflation intérieure, le cours de change effectif réel a retrouvé en 1999 un niveau proche de celui qu'il occupait avant la crise. En Malaysia, par contre, le cours effectif réel du ringgit avait diminué d'environ 25%, fin 1999, par rapport à la mi-1997; la situation était similaire en Thaïlande et aux Philippines, malgré des régimes de change différents.

Certains observateurs pensent que les régimes de change flottant actuellement en vigueur dans la région ne sont que temporaires, alors que d'autres les jugent plus durables. Les systèmes à parité glissante peuvent faire obstacle aux réformes structurelles et sont souvent l'objet d'attaques spéculatives. L'un des points faibles des rattachements antérieurs au dollar venait de ce que les monnaies asiatiques se trouvaient exposées en cas de fortes fluctuations du cours yen/dollar, de sorte que l'ancrage à un panier de monnaies pouvait paraître préférable (avec, par exemple, le dollar, le yen, l'euro et peut-être le renminbi). Toutefois, comme l'attention des médias et du public est focalisée sur le cours bilatéral par rapport au dollar, la confiance et la transparence pourraient être affectées par une apparence d'instabilité.

Inconvénients des systèmes de change à parité glissante





Régime de caisse
d'émission

Probablement influencés par le fait que trois des économies qui ont pu préserver la parité de leur cours de change durant la crise (Brunei, Macao et surtout Hong-Kong) fonctionnaient avec un régime de *caisse d'émission*, certains pays envisagent d'adopter une telle solution. Si Hong-Kong a réussi à conserver son lien au dollar EU ces dernières années, quatre facteurs en sont responsables. Le premier est l'adhésion généralisée des dirigeants et du public à ce régime et l'acceptation des difficultés passagères qui peuvent en résulter. Le deuxième est l'existence d'une autorité monétaire très respectée, qui jouit de l'indépendance nécessaire pour défendre la parité fixe et qui a prouvé sa capacité d'y parvenir sur une longue période en présence de chocs importants. Le troisième est que le système bancaire, solide et bien capitalisé, est capable de résister à des perturbations financières et monétaires majeures. Le quatrième réside dans le degré de flexibilité suffisant des prix et des salaires.

Objectif d'inflation

À la recherche d'un nouveau point d'ancrage nominal, plusieurs économies d'Asie ayant un régime de change flottant ont adopté un *objectif d'inflation* ou envisagent de le faire. Toutefois, la configuration optimale d'un tel objectif pourrait ne pas être la même que dans les pays industriels avancés. En particulier, comme les importations représentent une plus grande proportion de la consommation, il pourrait s'avérer difficile de respecter un objectif d'inflation assez rigide, à cause de la volatilité du cours de change ou des prix des produits de base.

Perspectives de croissance à long terme

Prévisions revues
à la baisse ...

À la fin de 1999, la plupart des prévisionnistes envisageaient des taux de croissance à long terme inférieurs de 1 à 2 points de pourcentage aux niveaux d'avant la crise. Ce jugement traduisait peut-être certains motifs de préoccupation: freinage résultant de l'éclatement des bulles spéculatives, pénuries de main-d'œuvre qualifiée et apparition d'effets retardés, tels que réduction du stock de capital consécutive à la contraction de l'investissement et perte de compétences due au chômage. Toutefois, ces prévisions de croissance restaient supérieures à la moyenne mondiale, en raison des atouts fondamentaux de cette région.

La plupart des économies d'Asie disposent encore d'une marge d'augmentation importante du ratio capital/travail et d'une population active suffisamment bien éduquée pour utiliser davantage de capital, ce qui n'est pas le cas dans beaucoup d'autres pays. En outre, elles bénéficient d'un taux d'épargne élevé pour financer un tel investissement. La situation budgétaire et monétaire y est encore saine, malgré des hausses du ratio dette publique/PIB, et les dévaluations n'ont pas entraîné de fortes poussées d'inflation. De plus, elles ont résisté à la tentation protectionniste et nombre d'entre elles sont bien placées, par rapport à d'autres régions, pour tirer parti des gains de productivité imputables à l'informatique qu'on observe déjà dans les économies avancées. Enfin, même si le taux de croissance viable à long terme est appelé à diminuer, les importants excédents de capacités qui subsistent dans bien des pays de l'Est asiatique devraient leur permettre d'enregistrer une expansion assez rapide dans les premières années de la reprise, comme cela a été le cas en Corée dernièrement.

... mais perspectives favorables à moyen terme

Aspects de la restructuration des entreprises et du secteur financier en Asie

Dans les économies d'Asie touchées par la crise, la restructuration des entreprises et celle du secteur financier ont été très étroitement associées, étant donné que la plupart des entreprises sont fortement tributaires du crédit bancaire. En raison du lourd endettement des sociétés et du bas niveau des revenus d'intermédiation des banques, une grande partie du risque qui, dans d'autres pays, aurait été assumé par les actionnaires l'était par les établissements financiers. Lorsque la crise a éclaté, les banques présentaient des bilans fragiles et d'importantes expositions de hors-bilan, de sorte que les problèmes du service de la dette rencontrés en 1997 par de nombreuses entreprises, grandes et petites, se sont rapidement propagés au secteur financier.

Restructuration des entreprises

Le cas de la Corée illustre les principales causes des graves difficultés des entreprises en Asie ainsi que les grands axes des réformes. À la suite d'une série de mesures de diversification et d'ambitieux projets d'investissement mis en œuvre par les chaebol (conglomérats) au milieu des années 90, le ratio endettement/fonds propres du secteur manufacturier était passé à 400% à fin 1996, contre moins de 300% au début de la décennie. Ces investissements n'ayant pas produit une rentabilité suffisante, les conglomérats ont dû emprunter davantage, essentiellement à court terme. Les problèmes ont pu s'accumuler, faute de procédures efficaces pour la surveillance et la notification des activités et des bilans. Dans ces conditions, les principaux objectifs de la restructuration des entreprises ont porté sur l'accroissement de la transparence et le renforcement du régime des faillites, en vue de remettre en état la gouvernance d'entreprise. Parallèlement, une vaste réforme du système financier a été lancée, dans le but d'assurer une évaluation plus juste des risques de crédit et de marché en libéralisant le marché des capitaux. Enfin, un programme de déréglementation et d'ouverture aux investissements étrangers a été entrepris pour tenter d'améliorer la compétitivité.

Origine des difficultés des entreprises en Corée ...

... et progrès
accomplis

Deux ans après le début des réformes, il apparaît que les entreprises coréennes sont en passe d'atteindre leurs objectifs de restructuration, même si l'enthousiasme retombe. Face à l'effondrement de la demande consécutif à la crise, elles ont réduit leurs effectifs de plus de 5% (plus d'un million de salariés) et les salaires réels ont diminué de 9% en 1998. La baisse du coût du travail et le redressement de la demande extérieure, stimulée par un cours de change compétitif et la hausse des prix des semi-conducteurs, ont accru la rentabilité et permis aux entreprises de réduire leur endettement en 1999. En outre, elles ont limité leurs dépenses d'équipement et le cadre institutionnel a été renforcé. En conséquence, les marchés sont devenus un peu plus ouverts, la gouvernance et la transparence financière ont été améliorées, la réglementation prudentielle a contraint les banques à se montrer plus vigilantes dans leurs pratiques de prêt et d'évaluation des risques et un tribunal des faillites a été instauré. Compte tenu des augmentations de capital et des cessions d'actifs, les ratios d'endettement des cinq principaux chaebol ont baissé de 30–40%, même s'ils restent élevés par rapport aux normes internationales, et une grande partie des trente premiers chaebol ont resserré et rationalisé leur structure de production en mettant l'accent sur leurs métiers de base.

Restructuration
en Indonésie,
Thaïlande ...

La restructuration des entreprises a moins progressé dans les autres économies, en raison soit de l'ampleur du problème (Indonésie et Chine), soit de la faiblesse du cadre institutionnel (Indonésie et Thaïlande), soit encore parce qu'il apparaissait que le problème du surendettement ne pourrait être réglé que progressivement (Malaysia). En *Indonésie*, la plupart des entreprises étaient insolvable au début de 1998 et la dette extérieure représentait environ deux tiers du PIB. La restructuration a comporté trois axes principaux: recours volontaire à des procédures de règlement amiable, création d'un organisme officiel de restructuration et amendement de la loi sur les faillites. En septembre 1999, quelque 170 entreprises avaient sollicité une assistance pour restructurer environ un tiers de leur endettement extérieur. Toutefois, en raison de l'insuffisance du soutien budgétaire et administratif, moins de 30 d'entre elles ont réussi, à ce jour, à conclure un accord avec leurs créanciers. En *Thaïlande*, pour faciliter la restructuration des entreprises, les autorités ont instauré une nouvelle loi sur les faillites, renforcé les droits des créanciers et créé un mécanisme de règlement amiable. Bien que la plupart des banques étrangères et nationales aient signé des accords entre débiteurs et créanciers ainsi qu'entre créanciers, seul un quart des prêts déclarés improductifs se trouvaient réaménagés en août 1999. Un précédent important a enfin été établi, cependant, en mars 2000, lorsque le plus gros débiteur du secteur des entreprises a été déclaré insolvable.

... Malaysia
et Chine

La *Malaysia* disposait déjà d'un cadre juridique relativement efficace pour la restructuration des dettes d'entreprises et avait uniquement besoin de se doter d'un mécanisme de conciliation. Néanmoins, les progrès tardent à se matérialiser et seules neuf affaires (représentant environ 7% de l'endettement total) ont été réglées et moins de 50 procédures sont en cours. En *Chine*, diverses formules de restructuration commencent à se mettre en place et la réforme des entreprises d'État a été axée sur l'amélioration de la gestion et de la gouvernance: durcissement progressif des contraintes budgétaires auxquelles elles sont soumises, transfert aux collectivités locales et à des caisses de retraite de leurs

fonctions sociales, licenciement de la main-d'œuvre excédentaire, fermeture des établissements de production sous-utilisés et constitution d'organismes pour les annulations de dette. Certaines de ces entreprises d'État sont transformées en sociétés anonymes et beaucoup constituent des coentreprises avec des investisseurs étrangers, tandis que les plus petites sont rapidement privatisées.

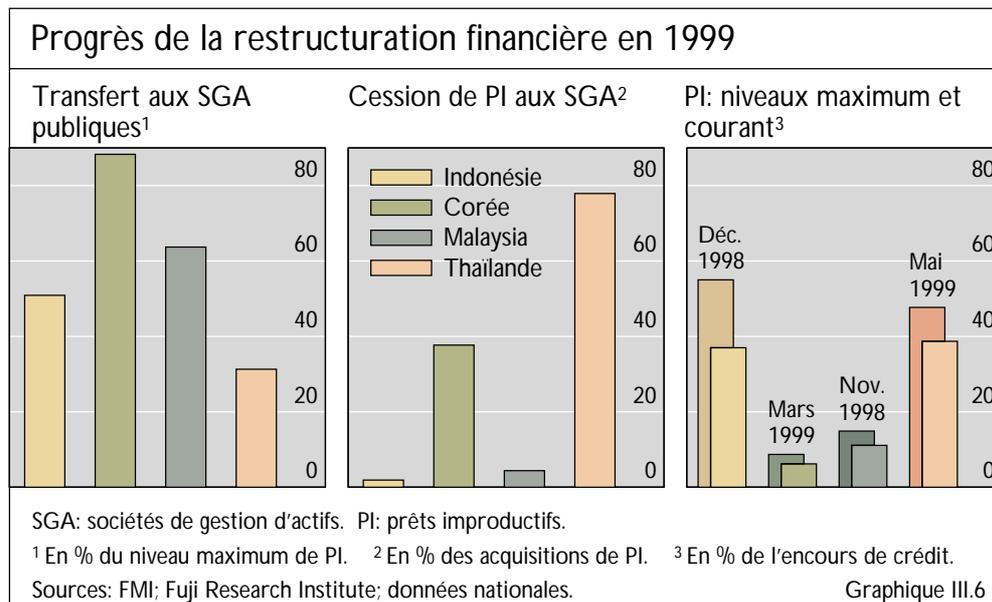
Restructuration bancaire

En matière de refinancement et de restructuration du système bancaire, les gouvernements d'Asie ont suivi deux grandes approches, selon la gravité des problèmes, les moyens financiers de l'État et les contraintes politiques. La Corée et la Malaisie ont choisi l'approche interventionniste. Elles ont obligé les banques à vendre leurs prêts improductifs, moyennant une forte décote, à des sociétés de gestion d'actifs (SGA) détenues et financées par l'État et ont injecté des fonds publics dans les banques fragilisées mais néanmoins viables. La Thaïlande (comme, dans un premier temps, l'Indonésie) a choisi de s'en remettre aux banques elles-mêmes et au marché. Quelle que soit la solution adoptée, les déposants ont été protégés lorsque les banques ont été fermées, fusionnées ou nationalisées. En outre, le contrôle prudentiel a été sensiblement renforcé et diverses mesures ont été adoptées: classification des prêts et critères de provisionnement, prêts aux sociétés apparentées et garanties croisées, adéquation des fonds propres, normes de comptabilisation et d'information financière.

Dans le cadre de leur stratégie visant à ranimer un système financier quasiment paralysé, les économies d'Asie touchées par la crise ont constitué des SGA chargées de racheter les prêts improductifs des banques ou institutions non bancaires en difficulté (graphique III.6, partie gauche). En vendant leurs actifs à leur valeur de marché estimée, les établissements ont entériné leurs pertes sur prêts et, une fois ces pertes convenablement comptabilisées (voir ci-après), se sont retrouvés avec un bilan sain, permettant à leurs dirigeants de se concentrer sur les problèmes opérationnels. Le processus, à ce jour, donne satisfaction. En Corée et Malaisie, les SGA en ont pratiquement terminé avec le rachat des prêts

Deux approches de restructuration

Le recours aux SGA pour la reprise des prêts improductifs ...



improductifs du système bancaire, dans les deux cas avec une décote moyenne légèrement supérieure à 50%. En Indonésie, l'organisme spécialisé avait, en mai 1999, pris le contrôle de 48 banques en faillite et détenait des participations dans quelque 200 établissements. En Thaïlande, où la crise a surtout affecté le secteur financier non bancaire, le gouvernement a créé deux agences chargées de racheter et de liquider les créances douteuses des sociétés financières fermées. Au début de cette année, elles avaient revendu la majeure partie des actifs ainsi acquis. Toutefois, les banques commerciales ont dû pratiquement régler elles-mêmes ces questions, si bien que la liquidation de leurs prêts improductifs a été relativement lente et que plusieurs d'entre elles ont été amenées à créer leurs propres SGA.

Le recours aux SGA n'a pas été sans créer quelques difficultés. Les pertes subies sur les créances cédées à ces organismes ont posé de nombreux problèmes de solvabilité, qui ont contraint les actionnaires à réduire la valeur de leur capital et à lever des fonds supplémentaires. Lorsque les établissements n'ont pas réussi à se procurer suffisamment de capital, les autorités sont intervenues, en imposant des fermetures ou des fusions et, dans certains cas, en procédant à des nationalisations. Ainsi, à la fin de 1999, le gouvernement thaïlandais avait liquidé 53 sociétés financières et une banque, le gouvernement indonésien 67 banques et le gouvernement coréen cinq banques commerciales et 17 banques d'affaires. Dans tous les pays, de nombreuses fusions ont été opérées, avec notamment, en Malaysia, la création de dix grands pôles bancaires, dans le cadre d'un programme de concentrations à l'échelle nationale. Les banques locales ont aussi été invitées à trouver des capitaux à l'étranger, et la Corée, l'Indonésie et la Thaïlande autorisent désormais des non-résidents à détenir l'intégralité du capital de banques locales. En conséquence, des établissements financiers étrangers ont racheté, intégralement ou en partie, 18 banques de l'Est asiatique depuis janvier 1998.

Les activités des SGA ont été complétées par des injections de fonds publics visant à recapitaliser le système bancaire. En Corée, la Deposit Insurance Corporation a émis \$13 milliards d'obligations publiques pour recapitaliser les établissements bancaires, et la Malaysia a injecté des capitaux frais dans onze banques représentant environ 20% de l'actif du système. Le gouvernement thaïlandais a offert de recapitaliser les banques qui acceptaient les nouvelles règles de classification des prêts et de provisionnement, mais peu d'entre elles se sont soumises aux conditions rigoureuses imposées. En Indonésie, par contre, le gouvernement, après avoir procédé à des audits approfondis, a retenu huit banques privées pour la reconstitution de leur capital. Pour conserver la direction de ces établissements, les actionnaires ont dû fournir environ 20% des nouveaux fonds propres requis, la valeur de leurs participations antérieures ayant été ramenée à zéro, et se sont vu accorder un droit de préemption pour le rachat de la part des titres de l'État dans un délai de trois ans. En raison de l'ampleur de la crise bancaire et de la garantie des dépôts par l'État, on estime que le coût de la recapitalisation du système bancaire indonésien s'élève à 50–60% du PIB, contre quelque 40% en Thaïlande, 15% en Corée et 12% en Malaysia.

Les stratégies de cession des SGA ont été différentes selon les pays. En Corée, l'organisme spécialisé a entrepris assez rapidement de céder ses actifs,

... n'a pas empêché les fermetures et les fusions

Injections de capitaux coûteuses mais nécessaires

tandis qu'en Malaysia son homologue a privilégié la gestion et la restructuration des actifs et n'a commencé à les vendre qu'au second semestre de 1999 (graphique III.6, partie centrale). En laissant davantage de temps pour restructurer les prêts et actifs sous-jacents, cette dernière approche permet d'obtenir des prix plus élevés, en particulier si l'économie se rétablit. Toutefois, elle implique d'importantes charges d'intérêts pour la rémunération des obligations remises aux banques en échange de leurs créances improductives. À l'inverse, en Thaïlande, les SGA ont liquidé en catastrophe les actifs rachetés aux sociétés financières défailtantes, en acceptant une décote d'environ 75 %.

Les stratégies de cession des prêts improductifs comportent des compromis

Dans les autres pays de la région, la réforme bancaire a progressé lentement. La Chine a constitué quatre SGA en 1999, qui émettront des obligations pour racheter, à leur valeur nominale, l'essentiel des prêts improductifs accumulés avant 1997 et susceptibles d'avoir une valeur résiduelle, tandis que les actifs considérés sans valeur seront passés par pertes et profits. Si les mécanismes de financement des SGA et de passation en charges ne sont pas encore définitivement arrêtés, il apparaît que les SGA auraient pour objectif de réaliser les actifs au meilleur prix, en vendant les sûretés constituées en regard des prêts et en titrisant les créances improductives pour les céder au plus offrant, y compris à des investisseurs étrangers. On aurait aussi recours à des conversions de dettes en participations, qui peuvent aider les entreprises dont les disponibilités ne couvrent que partiellement la charge d'intérêts courante mais non celles qui sont incapables de faire face à leurs coûts variables; autrement dit, la restructuration des banques suppose également de s'étendre aux entreprises d'État. Une fois réalisé le transfert des prêts improductifs aux SGA, les banques se concentreraient sur leur activité de prêt, leurs dirigeants assumant alors les pertes futures et s'engageant sur des objectifs de résultats.

Restructuration bancaire en Chine

Il est encore trop tôt pour évaluer le plein impact de ces réformes sur les activités des banques. Le transfert des prêts improductifs aux SGA a permis un assainissement assez rapide des bilans en Corée et Malaysia (graphique III.6, partie droite, et tableau III.5). En Thaïlande, où les banques ont dû régler elles-mêmes ces problèmes, la proportion de prêts improductifs est tombée à 38 % en janvier 2000, après avoir culminé à 48 % en mai 1999; ces derniers mois, cependant, les progrès se sont ralentis et il n'est pas exclu qu'elle recommence à augmenter. Les

Effets positifs des réformes en Corée, Malaysia et Thaïlande ...

Pays d'Asie touchés par la crise: résultats des banques								
	Corée		Thaïlande		Malaysia		Indonésie	
	1996	1999	1997	1999	1997	1999	1997	1999
en fin d'année, en % et points de %								
Prêts improductifs ¹	4,1	6,2 ²	22,5	38,6	3,2	9,0	7,1	37,0
Rendement des actifs	0,3	3,3 ²	-0,1	-2,5 ³	0,6	-0,2 ³	-0,1	-17,4 ³
Marge d'intermédiation ⁴	3,6	2,2	3,8	4,8	2,5	4,4	1,5	7,7
Fonds propres/actifs ⁵	9,1	9,8 ⁶	9,3	12,4	10,3	12,5	4,6	-18,2 ²

¹ En % des prêts des banques commerciales; définitions nationales. Les chiffres n'incluent pas les prêts transférés aux SGA. ² Septembre. ³ Décembre 1998. ⁴ Taux débiteur moins taux créditeur, court terme. ⁵ Pondérés en fonction des risques. ⁶ Juin.

Sources: Fitch-IBCA; FMI; données nationales.

Tableau III.5

fermetures de succursales ont également permis de comprimer les coûts d'exploitation. En Corée, les effectifs des banques commerciales ont été réduits d'environ 25% et les employés conservés ont dû accepter une baisse de rémunération. La rentabilité des banques s'y est aussi améliorée au premier semestre de 1999, grâce au retour de la croissance et à la hausse des cours des actions. Toutefois, comme plusieurs des plans de restructuration de dette adoptés pour les grands chaebol font l'objet de réexamens, il est possible que les banques doivent assumer des pertes supplémentaires.

... mais beaucoup
reste à faire dans
les autres pays

Dans les autres pays, les banques ont encore enregistré des pertes. Pour poursuivre l'amélioration de leur bilan, elles devront impérativement parfaire leurs pratiques, notamment leurs procédures d'analyse des risques, d'approbation et de suivi des crédits, et accroître leur rentabilité en réduisant leurs coûts et en privilégiant leurs métiers de base. Les autorités devront continuer à faire respecter les nouvelles réglementations prudentielles plus rigoureuses en exerçant un contrôle strict; il leur faudra également déterminer le calendrier et les modalités du retour au secteur privé des banques effectivement nationalisées. La présence accrue d'établissements financiers étrangers pourrait être un élément clé de l'avènement d'un changement durable dans la culture bancaire en Asie.

Résultats divergents et inattendus en Amérique latine

L'évolution de la situation macroéconomique en Amérique latine, l'an passé, a présenté plusieurs caractéristiques inhabituelles, non seulement par rapport aux autres économies émergentes, mais compte tenu également des antécédents de cette région. Premièrement, à l'exception surtout du Mexique, l'Amérique latine s'est trouvée en récession pendant la majeure partie de 1999 et son taux de croissance moyen a été beaucoup moins élevé que l'année précédente. Deuxièmement, en raison de facteurs à la fois internes et externes, les écarts de croissance entre pays ont plus que doublé. Troisièmement, à l'inverse des tendances antérieures, la dépréciation de la monnaie ou même l'abandon de son rattachement n'a pas provoqué de poussée d'inflation.

Influence des
facteurs externes

Même si la plupart des économies d'Amérique latine sont relativement fermées, la faiblesse et la divergence de leurs taux de croissance, l'an dernier, sont en grande partie imputables à des différences dans les résultats à l'exportation et à des modifications des termes de l'échange (tableau III.6). L'Argentine, en particulier, a subi une forte dégradation des termes de l'échange, due essentiellement au bas niveau des prix des produits alimentaires. De plus, le volume de ses exportations a diminué, par suite de la dépréciation des monnaies voisines, du ralentissement général de l'activité dans la région et, surtout, de la situation au Brésil, principal débouché des produits argentins. À l'inverse, les recettes d'exportations du Mexique ont été stimulées par l'expansion de l'économie américaine et la hausse des prix pétroliers. D'autres pays, comme le Chili et le Pérou, ont bénéficié du raffermissement des prix des métaux, tandis qu'en Bolivie, en Colombie, au Paraguay et en Uruguay la poursuite de la baisse des prix alimentaires ainsi que des boissons et l'atonie de la demande dans la région ont freiné la croissance.

Principaux pays d'Amérique latine: résultats à l'exportation en 1999							
	Expansion ¹			Destination ²			
	Prix ³	Volume	Valeur ³	États-Unis	Union européenne	Asie	Amérique latine
Argentine	-13,4 ⁴	2,2	-11,5	10,2	20,6	15,5	43,2
Brésil	-11,3	6,4	- 6,1	22,8	28,8	12,0	23,4
Mexique	3,7	12,2	16,4	83,0	3,5	2,2	5,1

¹ Variation par rapport à 1998, en %. ² En % du total des exportations. ³ En termes de dollars EU.
⁴ Jusqu'au troisième trimestre.
Sources: FMI; données nationales; estimations BRI. Tableau III.6

Des facteurs internes ainsi que les politiques nationales expliquent aussi en partie les écarts de croissance. Au Brésil, la dévaluation du real au début de 1999 a constitué l'un des événements majeurs pour cette région (graphique III.7). Elle a immédiatement entraîné une détérioration des anticipations relatives à l'expansion de la production et à l'inflation. Toutefois, l'abandon du régime de change quasiment fixe n'a pas déclenché de crise, surtout parce que la demande était déjà passablement déprimée et que l'adoption d'une politique monétaire restrictive et de nouvelles mesures d'austérité budgétaire a rassuré les investisseurs et contenu l'inflation. De plus, la dévaluation n'a pas causé de graves difficultés dans le système bancaire, car la plupart des établissements présentaient un équilibre satisfaisant entre leurs actifs et passifs libellés en dollars et une bonne gestion des opérations sur dérivés. Grâce, en particulier, à leur important portefeuille de titres d'État liquides, à taux variable et indexés sur le dollar, les banques ont pu faire face aux retraits de dépôts et à la suspension des lignes de crédit d'établissements étrangers sans éprouver de sérieux problèmes de liquidité.

La dévaluation au Brésil ...

Une fois les nouvelles mesures mises en œuvre, la pression financière externe a commencé à s'atténuer. Le FMI a annoncé une deuxième tranche d'aide financière en mars 1999 et un accord informel a été conclu avec certaines banques internationales, qui ont accepté de reconduire des lignes de crédit, ce qui a permis aux autorités de réduire les taux d'intérêt, montés à 45 % fin mars. L'assouplissement des conditions monétaires, conjugué à l'évolution des prix relatifs résultant de la dépréciation, a entraîné une expansion de la production dans le secteur des biens soumis à la concurrence étrangère, mais la progression des recettes d'exportations a été freinée par la chute des prix des produits de base, qui en sont la composante majeure, et par la récession dans les pays voisins.

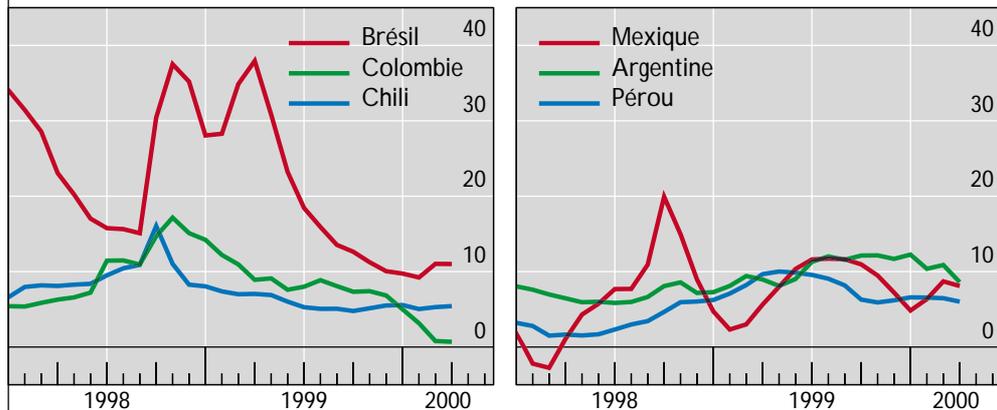
... n'a pas déclenché de crise ...

Le rétablissement de la confiance au Brésil dépendait aussi de la capacité de ramener le déficit budgétaire à un niveau plus supportable (tableau III.7). Si le gouvernement est finalement parvenu à réaliser un excédent primaire d'un peu plus de 3 % du PIB, certaines des mesures prises ont revêtu un caractère temporaire ou ponctuel, car il n'a pas été possible de trouver un consensus sur des réformes structurelles de grande envergure. De plus, comme le déficit nominal reste proche de 10 % du PIB, les craintes d'instabilité budgétaire ont

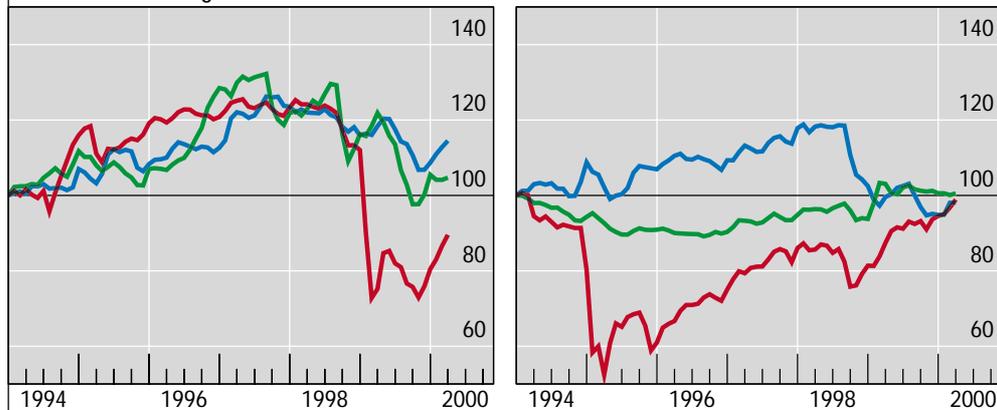
... malgré un déficit budgétaire préoccupant

Amérique latine: taux d'intérêt et cours de change effectif réel

Taux d'intérêt réel¹



Cours de change effectif réel²



¹ Taux court corrigé du taux d'inflation annuel, en % (Mexique: corrigé de la hausse moyenne annualisée des mois suivants). ² En termes de prix à la consommation relatifs, décembre 1993 = 100; une augmentation indique une appréciation.

Sources: FMI; données nationales; calculs BRI.

Graphique III.7

ravivé l'incertitude sur le marché des changes. Pour contenir le fléchissement de la monnaie, le gouvernement a de nouveau recouru à l'émission d'obligations indexées sur le dollar et convenu avec le FMI d'une réduction du niveau minimum des réserves internationales. Ces mesures, même si elles ont peut-être accru la vulnérabilité à long terme, ont permis un nouvel abaissement des taux d'intérêt.

Forte croissance
au Mexique ...

Contrairement à ce qui s'est passé pour la plupart des autres pays, les répercussions de la crise brésilienne sur le Mexique ont été assez atténuées. La forte expansion des exportations, stimulée par la vigueur de l'économie américaine, a limité le ralentissement de l'activité au début de 1999, et, au deuxième semestre, la demande intérieure a dynamisé la croissance. La consommation privée a été très soutenue, grâce à d'importantes créations d'emplois et aux effets de la hausse des prix pétroliers sur les revenus, tandis que l'investissement a été encouragé par un nouvel assouplissement de la politique monétaire. Il convient de noter, en outre, qu'au cours des quatre dernières années la demande intérieure a augmenté au total de 25% sans qu'il y ait eu progression du crédit bancaire. Cette situation s'explique en partie par la faiblesse

de la demande de prêts, l'investissement des entreprises ayant été financé dans une large mesure par les apports d'IDE. Toutefois, elle est également due à la réticence des banques à prêter à des secteurs à risque ainsi qu'à la lenteur du processus de restructuration des bilans et de la réforme du cadre juridique des banques.

La récession en Argentine ne doit pas être imputée uniquement à des facteurs externes. En raison de la loi sur la convertibilité et de la dépendance croissante du pays à l'égard des financements extérieurs, l'évolution de l'environnement international a eu un impact direct sur les politiques nationales. Ainsi, les taux d'intérêt se sont tendus après la dévaluation du real brésilien. Par la suite, comme les recettes fiscales ont diminué sous l'effet de la baisse des revenus nominaux et que le service de la dette s'est accru, le respect des objectifs budgétaires convenus avec le FMI paraissait de plus en plus douteux. Cette incertitude et la tension sur les taux d'intérêt qui en est résultée ont été aggravées par la crainte que l'État n'éprouve des difficultés à financer l'augmentation, même modeste, du déficit (1,2% du PIB), car il était déjà contraint d'emprunter massivement sur les marchés internationaux des capitaux pour faire face au déficit des paiements courants et au service de sa dette (tableau III.4). L'annonce de mesures budgétaires plus rigoureuses avant la fin de l'année a procuré un certain répit,

... mais profonde récession en Argentine

Solde budgétaire et dette publique									
	Solde nominal			Paiements d'intérêts			Dette publique		
	1996	1998	1999 ep	1996	1998	1999 ep	1996	1998	1999 ep
	en % du PIB								
Asie									
Chine	-0,8 ¹	-1,2	- 2,1	0,8 ¹	1,0	...	7,4 ¹	9,9	...
Hong-Kong	2,2	-1,8	- 0,1	-	-	-	-	-	-
Inde	-4,7	-5,9	- 5,7	4,2	4,4	...	47,9	49,8	...
Corée	0,3	-4,2	- 2,9	0,5	0,8	...	12,0	19,5	22,2
Singapour	14,7	16,7	10,1	-	-	-	73,7	83,1	87,4
Taiwan	-3,3	0,7	- 0,9	1,6	1,5	1,4	22,9	24,0	25,5
Indonésie	1,1	-2,5	- 2,7	2,0	2,4	3,8	27,3	73,9	60,0
Malaysia	0,7	-1,9	- 3,4	2,7	2,6	2,8	35,9	38,3	40,0
Philippines	-0,3	-1,8	- 3,6	3,4	3,6	3,4
Thaïlande	3,0	-2,9	- 3,4	0,2	0,2	1,0	13,5	22,1	37,1
Amérique latine									
Argentine	-2,2	-1,4	- 2,6	1,7	2,2	2,9	35,7	37,7	43,1
Brésil	-5,9	-8,1	-10,0	5,8	8,1	13,1	33,3	42,4	47,0
Chili	2,3	0,4	- 1,5	0,6	0,7	0,4	38,4	35,3	34,2
Colombie	-1,7	-3,4	- 4,3	3,5	4,2	3,8	13,9	21,6	29,8
Mexique	-	-1,3	- 1,1	4,4	2,9	3,6	30,5	27,9	25,3
Pérou	-1,1	-0,6	- 2,5	2,2	1,7	1,9	25,4	20,4	20,6
Venezuela	0,7	-4,2	- 2,8	5,0	3,0	3,3	48,8	28,9	29,5
Comme les définitions du secteur public varient d'un pays à l'autre, cet élément est à prendre en compte dans les comparaisons.									
¹ 1997.									
Sources: données nationales.									
Tableau III.7									

mais il a été nécessaire de maintenir des taux d'intérêt élevés pour soutenir la monnaie. En fait, l'absence de mécanisme interne destiné à atténuer les conséquences d'évolutions externes défavorables s'est concrétisée par une baisse de 2% des prix à la consommation en 1999.

Contrairement à l'Argentine, le Chili a pu assouplir sa politique monétaire pour faire face à la récession provoquée par des facteurs externes au début de l'année et, grâce à la solidité des finances publiques, a pu mener une politique budgétaire anticyclique. En revanche, en Équateur et au Venezuela, pays qui ont bénéficié l'un et l'autre de la hausse des prix pétroliers, l'incertitude suscitée par les politiques et d'autres événements intérieurs ont provoqué une contraction brutale de la production.

Inflation

La maîtrise de l'inflation ...

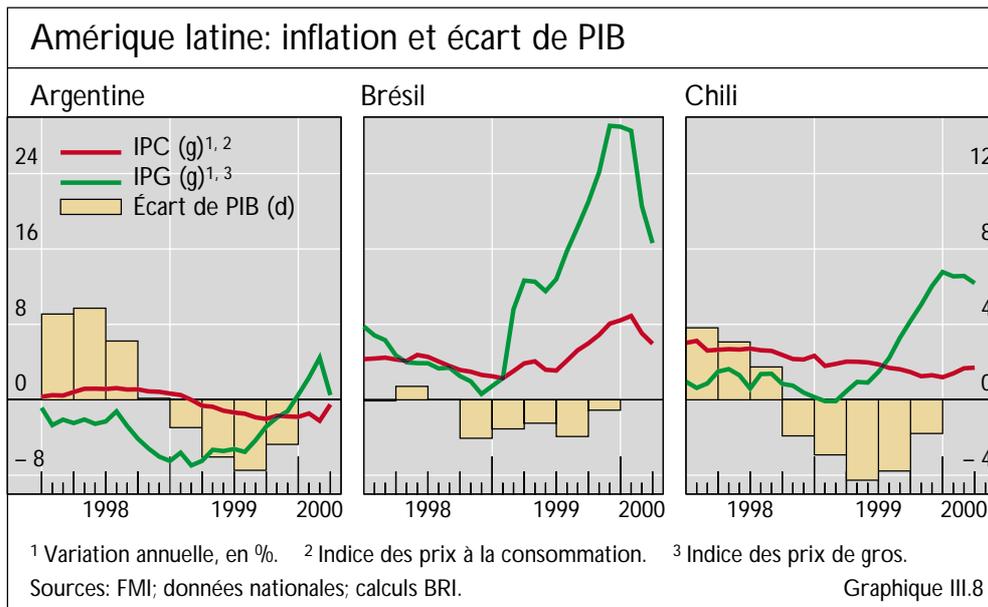
L'un des faits notables observés en Amérique latine l'année dernière est que la plupart des pays ont réussi à contenir l'inflation à un faible niveau. Le taux moyen de la région a fléchi à 9% et le taux médian à tout juste 4%. De plus, certains pays qui ont longtemps connu une inflation élevée, à savoir la Colombie, l'Uruguay et le Venezuela, ont enregistré leur taux d'inflation le plus bas depuis des décennies. Ce résultat est d'autant plus remarquable que, dans de nombreux pays, la monnaie s'est dépréciée, ce qui, par le passé, entraînait généralement une forte accélération de l'inflation.

... peut être momentanée ...

Certains des facteurs qui ont contribué à réduire l'inflation en 1999 pourraient n'être que transitoires. Premièrement, la désinflation a été importée du reste du monde par le biais de la baisse des prix à l'importation exprimés en dollars EU ainsi que, dans le cas du Mexique, par l'appréciation du peso contre la monnaie américaine. Deuxièmement, dans la majorité des économies, le faible taux d'utilisation des capacités et l'atonie de la conjoncture ont incité les entreprises à comprimer leurs marges et les travailleurs à limiter leurs revendications salariales. Ainsi, au Brésil, les marges bénéficiaires de la plupart des industries manufacturières avaient déjà diminué avant la dévaluation et les salaires réels avaient régressé de 8% à la fin de 1999. De plus, en raison de la faiblesse de la demande, les modifications des prix à l'importation et des prix de gros ont eu des répercussions modestes sur les prix à la consommation. Il semble que ces deux éléments, à savoir l'érosion des marges bénéficiaires et l'incidence atténuée des variations de change et des prix à l'importation, aient également joué dans d'autres pays (graphique III.8).

... mais pourrait perdurer

Toutefois, plusieurs raisons incitent à penser que le faible niveau actuel de l'inflation en Amérique latine pourrait perdurer. La déréglementation a entraîné des gains de compétitivité et la libéralisation des échanges a accentué l'ouverture des marchés nationaux à la concurrence étrangère, même si les importations ne représentent encore qu'une petite fraction de la dépense totale. Par ailleurs, le caractère apparemment durable de la désinflation a amené à supprimer les mécanismes d'indexation. En outre, comme la plupart des pays laissent maintenant flotter leur monnaie, dont le cours de change varie dans les deux sens, il se pourrait que les entreprises hésitent davantage à modifier leurs prix en réponse aux mouvements de change. Enfin, conscientes du risque de réveil de l'inflation, les autorités ont conservé, le plus souvent, des taux d'intérêt



relativement élevés et se sont abstenues de recourir à la relance budgétaire pour atténuer la récession. Cette prudence a probablement contribué à réduire les anticipations d'inflation et, en compensant partiellement la dépréciation de la monnaie, peut aussi avoir facilité la maîtrise de l'inflation.

Ampleur des déséquilibres extérieurs

Malgré le recul ou la stagnation de la production dans la région, les déficits des opérations courantes sont restés élevés, notamment en Argentine et au Brésil, où ils ont continué de dépasser 4% du PIB. Le déséquilibre extérieur a été sensiblement corrigé au Chili et en Colombie, mais il demeure assez substantiel au Mexique et dans d'autres pays, compte tenu surtout de la position conjoncturelle et de l'environnement mondial relativement favorable. L'une des causes importantes est que plusieurs pays ont été durement touchés par la lente remontée ou la poursuite de la baisse des prix des produits de base non pétroliers. De plus, les flux d'IDE destinés à des projets totalement nouveaux, même si dans l'immédiat ils permettent de financer le déficit courant, peuvent à terme l'aggraver. Par exemple, les investissements étrangers dans les entreprises de montage qui assurent l'essentiel du commerce du Mexique vers les États-Unis provoquent directement un accroissement des importations de biens d'équipement. En outre, ces entrées de capitaux ont tendance à gonfler le revenu interne et donc à stimuler les importations. Les investissements étrangers dans les secteurs protégés de la concurrence internationale pourraient aussi accentuer les déséquilibres des paiements courants, dans la mesure où les entreprises font des bénéfices sans qu'il y ait augmentation de la capacité d'exportation ou de remplacement des importations.

L'IDE soulève une autre question, peut-être encore plus importante, qui est de savoir si les flux peuvent rester durablement au niveau de ces dernières années. Les entrées de capitaux induites par les privatisations ont été substantielles en Argentine, où elles ont représenté la moitié du total de l'IDE l'an passé. Cependant, le processus de privatisation comporte des limites

L'ampleur des déficits des paiements courants ...

... suscite des préoccupations quant au caractère durable des flux d'IDE ...

évidentes et, au Brésil, la part de l'IDE correspondante a effectivement fléchi en 1999. Les fusions et acquisitions ont aussi joué un rôle majeur et ont pu être encouragées par le fait que les entreprises locales paraissent moins chères en raison de la baisse du cours de change. Toutefois, l'afflux d'IDE en Amérique latine a également été stimulé par des réformes structurelles, qui ont permis aux étrangers d'investir dans un nombre croissant de secteurs et dont les effets pourraient fort bien se faire sentir encore plusieurs années. En outre, les investissements étrangers suscités par des privatisations, des fusions ou des acquisitions ont souvent été suivis par une augmentation du stock de capital.

... et à la vulnérabilité à l'égard des taux d'intérêt internationaux

Même s'il a été relativement facile de financer les déficits des paiements courants, dans la plupart des pays d'Amérique latine le ratio dette extérieure/PIB a continué d'augmenter l'année dernière, si bien que ces pays restent très vulnérables aux modifications de l'environnement financier international, notamment à la hausse des taux d'intérêt dans les pays industriels.

Afrique

Les faiblesses structurelles freinent la croissance

Malgré l'accélération de la demande mondiale et l'amélioration correspondante des conditions financières, le taux de croissance de l'Afrique est revenu à quelque 2½%, contre plus de 3% en 1998. De nouveau, en raison de faiblesses structurelles fondamentales (intégration insuffisante dans l'économie mondiale et dépendance excessive à l'égard de l'agriculture et des exportations de produits de base), la situation macroéconomique du continent n'a guère profité du renforcement de la demande mondiale, tout en restant très exposée aux variations des termes de l'échange. De plus, par suite d'une gestion inadéquate des affaires publiques, du sous-développement du secteur financier et du bas niveau de l'épargne, la résistance aux chocs internes est faible et, partant, les écarts de taux de croissance entre les pays sont généralement beaucoup plus grands que dans les autres groupes d'économies émergentes. Ainsi, la hausse des prix des produits de base industriels, consécutive à l'accélération de la croissance mondiale, a soutenu les revenus réels dans de nombreux pays d'Afrique en 1999. Cependant, la guerre civile et la perte de maîtrise de la politique monétaire en Angola et en République démocratique du Congo, la déflation au Burkina Faso et au Tchad et les mauvaises conditions climatiques dans d'autres pays (Maroc) ont provoqué une diminution de l'expansion moyenne du PIB de l'Afrique.

Progrès dans la lutte contre l'inflation

La croissance étant moins forte que prévu, de nombreux pays ont réussi à réduire encore leur taux d'inflation. Abstraction faite des deux pays ayant perdu le contrôle de la situation monétaire, l'inflation moyenne a fléchi à quelque 7% et le taux médian à 4% seulement, valeurs les plus basses depuis le début des années 90. Comme par le passé, les pays de la zone CFA sont ceux où l'inflation a été la plus faible; en fait, pour la moitié d'entre eux, les prix ont soit baissé, soit augmenté de moins de 1%. En revanche, les taux d'inflation sont montés à 45% au Malawi et 60% au Zimbabwe et se sont échelonnés jusqu'à près de 30% en Zambie, au Ghana et au Soudan.

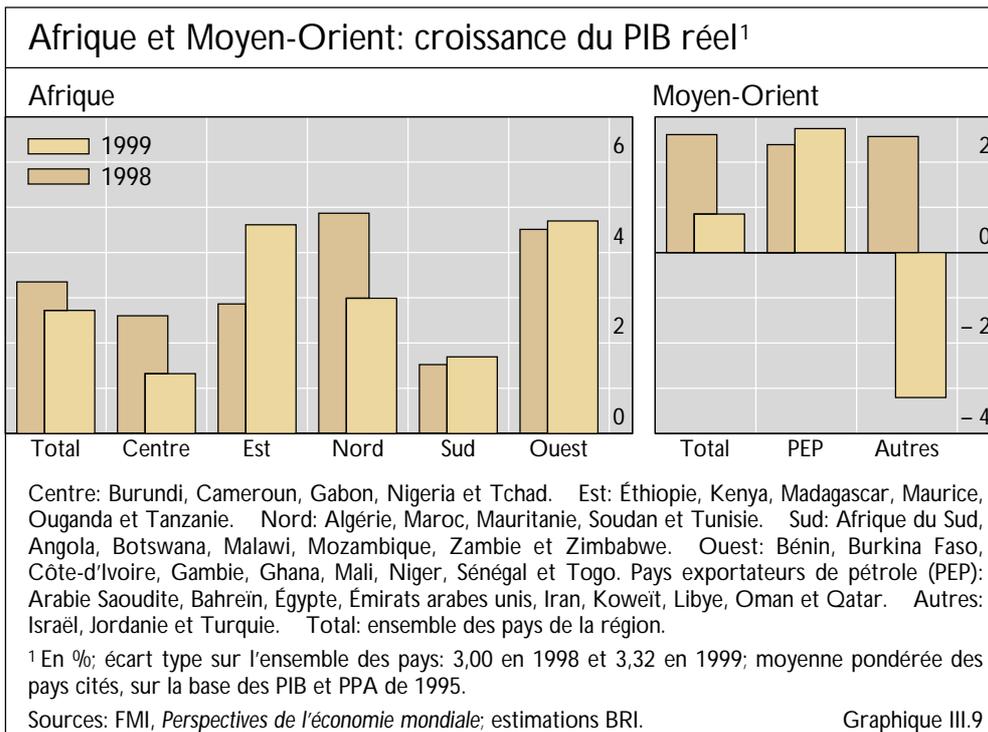
Des écarts de croissance sont également apparus, l'an dernier, d'une région à l'autre de l'Afrique (graphique III.9). Ainsi, le rythme plus faible en Afrique du

Nord a été dû principalement au ralentissement notable au Maroc, tandis que le dynamisme relatif de la zone occidentale peut être attribué à l'accélération au Ghana, qui a plus que compensé les moins bons résultats en Côte-d'Ivoire. En revanche, le tassement enregistré en Afrique centrale est surprenant, car trois des pays exportateurs de pétrole (Cameroun, Gabon et Nigeria) en font partie. Dans d'autres cas, les conditions sont assez hétérogènes, si bien que les gains dans certains pays égalisent plus ou moins la détérioration ailleurs. Par exemple, à l'est du continent, la production a nettement progressé, car la reprise en Éthiopie a largement contrebalancé les effets de l'atonie persistante des prix des produits agricoles au Kenya, en Ouganda et en Tanzanie. De même, le rythme médiocre en Afrique australe est surtout imputable à une dégradation au Zimbabwe et à la poursuite d'une croissance lente en Afrique du Sud.

Importants écarts de croissance entre les régions

Durant les années 90, la croissance moyenne du PIB de l'Afrique du Sud n'a atteint que 1%, alors que le chômage est monté à près de 40%. Même si son taux effectif est quelque peu inférieur, car de nombreux chômeurs travaillent dans le secteur informel ou dans le cadre de contrats non déclarés, il faudrait plusieurs années de croissance stable et soutenue pour faire baisser le chômage et assurer une distribution plus équitable des revenus. L'amélioration de la croissance de la production et de l'emploi exige une augmentation sensible du ratio investissement/PIB, qui n'est actuellement que de 15%, et une modération des salaires réels incitant les entreprises à effectuer des investissements plus créateurs d'emplois. L'adoption d'un objectif d'inflation pour la conduite de la politique monétaire pourrait aider à réduire l'inflation et les anticipations, mais ne suffira probablement pas à rendre l'Afrique du Sud plus attrayante pour les investissements directs étrangers. En fait, au cours de la dernière décennie, les

Afrique du Sud: nécessité d'une croissance plus forte et plus créatrice d'emplois



Afrique: indicateurs monétaires ¹								
	Monnaie au sens large		Crédit à l'État		Crédit au secteur privé			
	en % du PIB						en % du crédit total	
	1992-94	1995-98	1992-94	1995-98	1992-94	1995-98	1992-94	1995-98
Centre	20	15	18	6	9	9	33	58
Est	36	39	15	12	17	22	47	66
Nord	65	59	28	19	21	29	34	44
Sud	40	43	2	2	48	53	84	85
Ouest	23	22	9	9	15	12	64	61

Pour les groupes de pays, se reporter au graphique III.9.
¹ Moyenne annuelle pour la période considérée.
Sources: FMI; données nationales; estimations BRI.

Tableau III.8

flux nets d'IDE y ont été négatifs, car la faiblesse des gains de productivité et le niveau relativement élevé des coûts unitaires de main-d'œuvre ont eu un effet dissuasif, sur les investissements de création en particulier.

Obstacles aux entrées d'IDE

Le manque de compétitivité n'est peut-être pas, cependant, la seule raison pour laquelle l'afflux mondial d'IDE vers les économies émergentes n'a guère bénéficié à l'Afrique du Sud ni même à l'ensemble du continent africain. Les incertitudes politiques et les carences du système juridique constituent, dans certains pays, des obstacles encore plus importants. Une plus grande diversification des structures de production et d'exportation contribuerait aussi à attirer davantage d'IDE dans les pays africains. En outre, le manque de profondeur et l'étroitesse des marchés financiers ont continué d'entraver l'indispensable mobilisation des capitaux étrangers et de l'épargne nationale. Par suite, le secteur financier de l'Afrique est resté de taille modeste par rapport à celui des économies plus avancées d'Asie et d'Amérique latine. En prenant comme indicateur de l'expansion du système financier le ratio masse monétaire au sens large/PIB, il apparaît que seuls l'Afrique du Sud, l'Algérie, le Kenya, le Maroc, Maurice et la Tunisie sont dotés d'un système relativement évolué (tableau III.8). De plus, les progrès de l'intermédiation financière, mesurés par le ratio crédit au secteur privé/PIB, ont été des plus modestes.

Obstacles structurels au développement du secteur financier

L'existence d'un système financier efficace pourrait s'avérer capitale pour attirer les investisseurs étrangers mais, à cet égard, l'Afrique se heurte à plusieurs problèmes structurels et politiques. Premièrement, dans la plupart des pays, la structure économique (avec une part importante de l'agriculture essentiellement autofinancée) n'est guère propice à l'intermédiation financière. Deuxièmement, l'existence de grandes banques d'État a entravé le développement d'un secteur financier plus efficient et compétitif. Troisièmement, jusqu'au milieu des années 90, les pays africains avaient tendance à privilégier l'économie «réelle» en accordant des crédits préférentiels à certaines activités. Au cours de la deuxième moitié de la décennie, ils ont évolué de plus en plus vers une libéralisation financière – déréglementation des taux d'intérêt, indépendance des banques centrales, agrément de nouvelles banques – ce qui a permis aux établissements financiers de jouer un rôle plus important dans

l'allocation du capital. Toutefois, ces réformes n'ont eu jusqu'à présent que des effets limités.

Moyen-Orient

À l'évidence, l'instabilité des prix pétroliers au cours de la dernière décennie a pesé sur la croissance et l'investissement au Moyen-Orient. Toutefois, depuis quelques années, on observe des signes de reprise, notamment dans les pays qui ont opté pour des politiques plus libérales. Ainsi, l'Égypte, après avoir adopté un cours de change unifié au début des années 90 et mis en œuvre de vastes réformes structurelles, a enregistré une croissance moyenne d'environ 5% ces cinq dernières années, tandis que l'inflation est progressivement revenue à 3%. L'Arabie Saoudite a aussi annoncé des mesures visant à ouvrir l'économie aux investissements étrangers et à diversifier l'activité en réduisant le poids du pétrole. Toutefois, l'amélioration générale des résultats économiques, l'an passé, est principalement imputable au redressement des prix pétroliers, qui a contribué à ramener le déficit budgétaire à quelque 6% du PIB et celui des paiements courants à 3%.

Égypte:
amélioration des
résultats due aux
réformes

En Turquie, l'économie a subi trois chocs majeurs en 1999: perte d'importants débouchés à l'exportation, retraits de capitaux étrangers à la suite du moratoire sur la dette russe en 1998 et tremblement de terre du mois d'août, qui a causé des dégâts considérables. Le maintien de taux d'intérêt réels élevés, afin de réduire l'inflation, a accentué les tendances dépressives au premier semestre de 1999 et, selon les estimations, la production a baissé de 5%. En Israël également, la conjoncture a été plutôt décevante au premier semestre de 1999. Toutefois, l'annonce d'un resserrement budgétaire et d'un objectif de taux d'inflation de 3 à 4% pour les deux prochaines années, conjuguée au raffermissement de la demande mondiale, semble avoir eu un effet positif sur les anticipations et la confiance. En conséquence, au deuxième semestre, le PIB a progressé de 5% en rythme annualisé, sous l'effet des exportations et de la consommation. De plus, malgré l'accélération de l'activité, le taux d'inflation avait fléchi à seulement 1,3% à la fin de l'année.

Chocs en
Turquie ...

... mais rebond
en Israël

Europe centrale et orientale

Production et commerce extérieur

Si la Russie a surmonté plus vite qu'on ne le prévoyait généralement la crise financière du milieu de 1998, celle-ci, aggravée par les répercussions de la guerre au Kosovo, a eu des effets négatifs sur les pays voisins. La Hongrie et la Pologne ont rapidement retrouvé le chemin de la croissance, avec une expansion de 4–4½%. En Hongrie, le redressement de l'industrie a été induit par la vigueur du secteur électronique et des exportations (graphique III.10). La production industrielle a aussi largement contribué à la croissance en Pologne, où l'augmentation des revenus réels et le dynamisme persistant du crédit aux ménages ont stimulé la consommation.

Hongrie et Pologne:
redressement
rapide ...

En République tchèque, la récession, qui avait commencé avec la crise monétaire de 1997, a ensuite été aggravée par la rigueur budgétaire. Le chômage

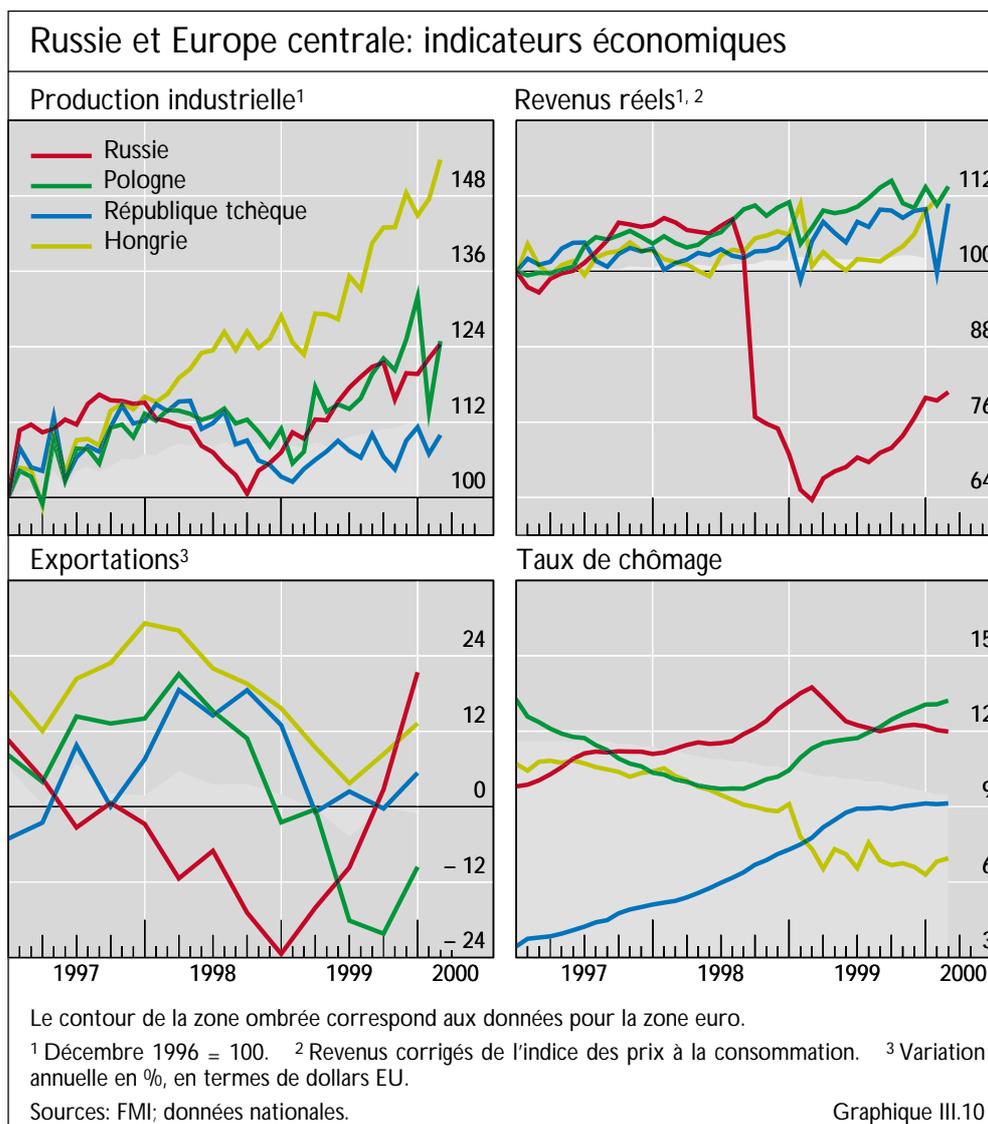
... baisse de la production dans les autres pays ...

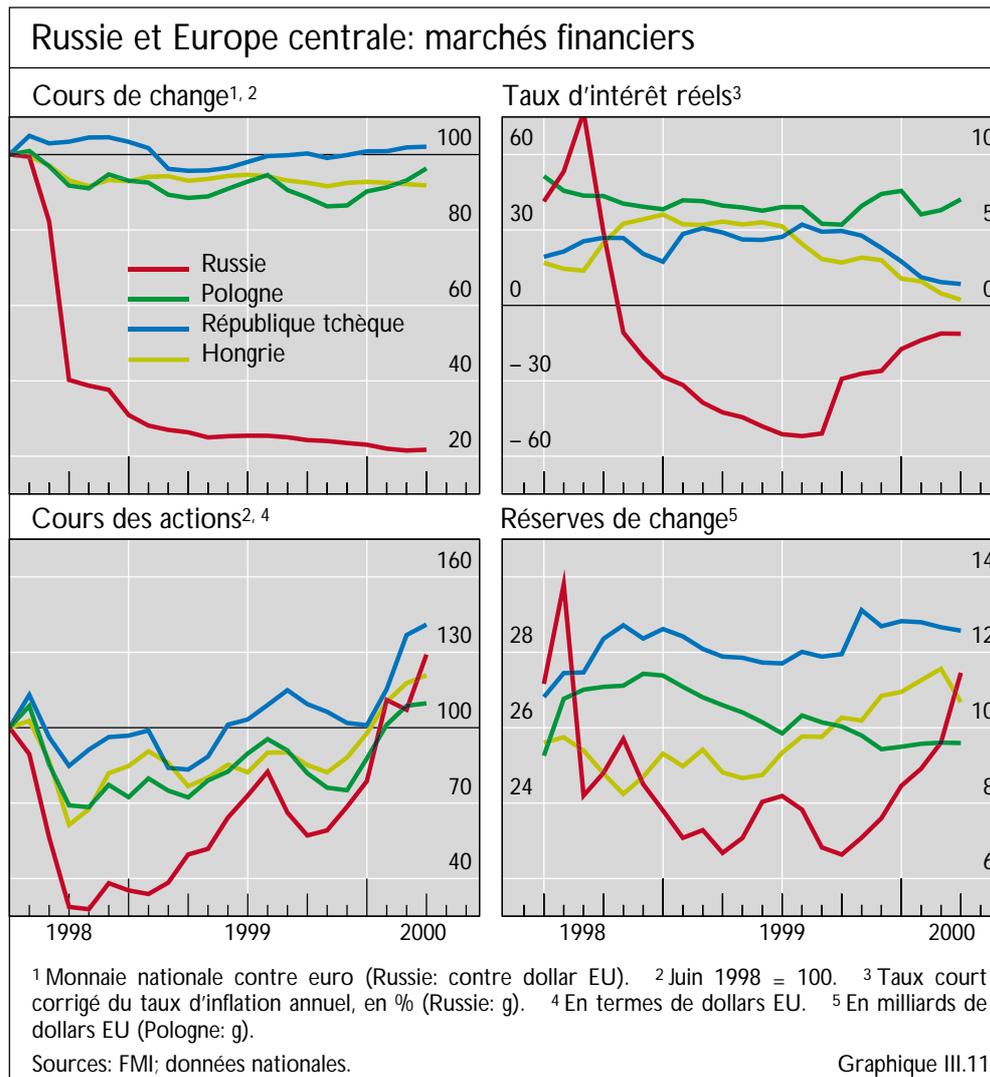
... sauf en Bulgarie et dans les pays de la CEI

Évolution contrastée du commerce extérieur

a augmenté rapidement, entraînant une modération ou une baisse des salaires nominaux et des prix. Dans les pays baltes, toujours très tributaires des exportations vers la Russie, le tassement de l'activité a atteint jusqu'à 4%. La Roumanie, en proie à toute une série de problèmes intérieurs, a enregistré une contraction de 4% en 1999 et la Croatie 2%. En revanche, la Bulgarie semble avoir été relativement préservée des crises dans les pays voisins et a continué de bénéficier de son régime de caisse d'émission, avec notamment une croissance de 2½%, un recul de l'inflation, tombée à ¼%, et un repli des taux d'intérêt. Autre fait relativement inattendu: la plupart des pays de la CEI, qui, pour beaucoup, ont tiré parti d'une faible inflation importée et de la hausse des prix pétroliers, ont connu une expansion soutenue dans un contexte macroéconomique assez stable.

En raison des différences dans la composition et la destination des exportations de marchandises, ainsi que dans la progression de la demande intérieure, l'évolution du commerce extérieur et des déficits des paiements courants a été assez contrastée l'année dernière. En Hongrie, les exportations





ont recommencé à augmenter au milieu de 1999 et le déficit des paiements courants a diminué. La République tchèque a aussi enregistré une amélioration de son solde courant, mais surtout grâce au fléchissement de la demande d'importations. En revanche, le déficit courant de la Pologne s'est creusé à 8% du PIB, à cause d'une perte substantielle de compétitivité sur les marchés d'exportations. Dans l'ensemble, les pressions sur le change des pays de la région ont été moindres qu'en 1997 et 1998, même dans les pays baltes, en Slovaquie et en Croatie, où le déficit des opérations courantes est resté égal ou supérieur à 6% du PIB.

En Russie, le retour de la croissance en 1999 a été dû principalement à une évolution extérieure favorable. La forte hausse du prix du pétrole et les effets de substitution des importations induits par l'importante dévaluation d'août 1998 se sont traduits par un redressement de \$17 milliards du solde commercial et une expansion de 3,2% du PIB. De plus, la reprise dans le secteur manufacturier a contribué à enrayer l'aggravation du chômage. Parmi les autres éléments positifs figurent notamment l'amélioration du recouvrement de l'impôt et la modération des tensions inflationnistes, grâce à la dissipation des craintes d'hyperinflation et à la stabilisation relative du cours rouble/dollar. Toutefois, la maîtrise de l'inflation

Russie: stabilisation

a été obtenue au prix notamment d'une contraction brutale des salaires réels et des revenus des ménages. À la fin de 1998, les revenus réels avaient diminué d'environ un tiers par rapport à leur niveau antérieur à la crise et seule une partie du terrain perdu a été regagnée l'an dernier.

Inflation et adoption de nouveaux régimes de politique monétaire

Accroissement de l'écart d'inflation par rapport à la zone euro

Bien que l'inflation en Europe centrale ait continué de reculer en raison de l'atonie de la croissance au premier semestre de 1999, l'écart avec la zone euro a recommencé à se creuser. Dans plusieurs pays, les hausses de salaires supérieures aux gains de productivité ont constitué la principale menace pour la stabilité des prix, tandis qu'ailleurs l'inflation a été essentiellement attisée par une importante dépréciation de la monnaie ou par des mesures de libéralisation. C'est en partie pour remédier à cette évolution que la Pologne a adopté, au début de 1999, des objectifs d'inflation pour la conduite de la politique monétaire, ce que la République tchèque avait déjà fait après la crise monétaire de 1997.

Adoption d'objectifs d'inflation en Pologne ...

Dans un premier temps, la Pologne a assigné une fourchette-objectif de 8–8,5% à la hausse de l'indice des prix à la consommation pour la fin de 1999, le but à plus long terme étant de ramener l'inflation à moins de 4% d'ici 2003. Si l'objectif à court terme a été revu en baisse en mars 1999, le résultat effectif (9,8%) a été néanmoins supérieur à la limite fixée, en partie à cause du renchérissement du pétrole mais aussi de la vigueur inattendue de la demande de consommation. La banque centrale a cherché à contenir les pressions inflationnistes en majorant de trois points de pourcentage ses taux directeurs, tout en continuant à surveiller le cours de change. La fourchette de fluctuation du zloty, qui était déjà large ($\pm 12,5\%$), a été portée à $\pm 15\%$ en mars 1999 et, dans le cadre de l'adoption d'un objectif d'inflation, les autorités ont décidé, en avril 2000, de laisser flotter la monnaie. Contrairement à ce qui s'est passé en Pologne, en République tchèque le taux d'inflation nette a été bien inférieur à l'objectif en 1998 et 1999. L'existence d'un écart important entre l'inflation nette, qui ne tient pas compte de l'incidence des variations des impôts indirects et des prix administrés, et l'inflation globale a menacé pendant quelque temps la crédibilité, car les anticipations d'inflation paraissaient davantage déterminées par la seconde mesure. Néanmoins, face à la faiblesse des chiffres de l'inflation nette et à l'atonie de la croissance, les autorités ont sensiblement réduit les taux d'intérêt l'année dernière, mesure largement approuvée par l'opinion publique.

... et en République tchèque

Problèmes posés par les objectifs d'inflation dans les économies en transition

En raison de l'instauration relativement récente de l'économie de marché et du processus de transition lui-même, les économies d'Europe centrale qui ont opté pour des objectifs d'inflation ont rencontré des problèmes spécifiques. En particulier, il leur a fallu modéliser le mécanisme de transmission de la politique monétaire et estimer l'impact de fortes variations de change sur l'inflation et les anticipations d'inflation. En outre, les séries de données chronologiques sur la production et la productivité ne remontent pas loin dans le temps, ce qui rend le calcul de l'écart de PIB plus difficile. De surcroît, la plupart de ces économies n'ont pas encore totalement libéralisé les prix administrés. Le gouvernement tchèque s'est engagé à le faire pour tous les prix réglementés avant la fin de 2002, ce qui pourrait ajouter trois points de pourcentage à l'inflation globale. Même si

l'objectif retenu par la banque centrale porte sur l'inflation nette, une telle évolution pourrait, en alimentant les anticipations d'inflation et les revendications salariales, entraîner un resserrement de la politique monétaire. Enfin, les comportements des consommateurs ne se sont probablement pas encore stabilisés, ce qui risque de donner lieu à des mesures erronées des indices de prix sous-jacents et globaux.