

III. Évolution dans les économies émergentes

Faits saillants

La plupart des économies émergentes ont enregistré de bons résultats macroéconomiques l'an passé, bien qu'elles aient été progressivement touchées par le ralentissement dans les pays industriels. L'expansion globale, à son plus haut niveau depuis quatre ans, a été particulièrement vive dans les pays d'Europe centrale et orientale (Peco) ainsi qu'en Amérique latine (tableau III.1). Les progrès d'ensemble se sont accompagnés d'une remarquable convergence des taux de croissance dans les Peco où, pour la première fois depuis leur changement de régime, ils ont tous été positifs.

L'avancement des réformes structurelles, en revanche, a fortement varié selon les cas. En Amérique latine, le renforcement du secteur bancaire s'est poursuivi grâce à des fusions, des privatisations et une présence accrue des banques étrangères. De nouveaux processus législatifs ont cherché à améliorer la viabilité de la politique budgétaire, mais ils n'ont pas encore été mis à l'épreuve. En Europe centrale et orientale, seuls quelques pays ont pu réduire le chômage structurel, tandis que la récente crise turque a démontré, une fois encore, que la faiblesse du secteur bancaire peut entamer la confiance dans les politiques macroéconomiques. En Asie, des mesures ont été prises pour remédier à certaines carences structurelles dévoilées par la crise de 1997–98. Le ralentissement mondial en cours permettra d'en vérifier l'efficacité.

L'excédent total des paiements courants a progressé, avec toutefois de fortes disparités interrégionales. En Afrique, l'amélioration est essentiellement attribuable à l'augmentation des prix pétroliers ainsi qu'au renchérissement des matières premières hors pétrole. En Amérique latine aussi, les exportateurs de pétrole ont bénéficié de la hausse des prix, mais cette évolution masque une aggravation des déficits courants due à une vive poussée de la demande intérieure. Le dynamisme des exportations vers l'Europe occidentale a atténué le déficit extérieur dans la plupart des pays d'Europe centrale, malgré l'alourdissement de la facture pétrolière. Dans leur majorité, les économies asiatiques, en revanche, ont vu leur excédent extérieur diminuer, en raison non seulement d'une importante consommation d'énergie, mais aussi d'une moindre progression des recettes d'exportations en fin d'année.

Malgré l'accélération de la croissance et la hausse des prix pétroliers, l'inflation a fléchi, s'inscrivant juste au-dessus de 6% en moyenne. En Asie, elle est, à moins de 2%, plus basse que dans les pays industriels. Les pays d'Amérique latine ont, quant à eux, confirmé les résultats impressionnants obtenus dans la seconde moitié des années 90. La maîtrise de l'inflation est

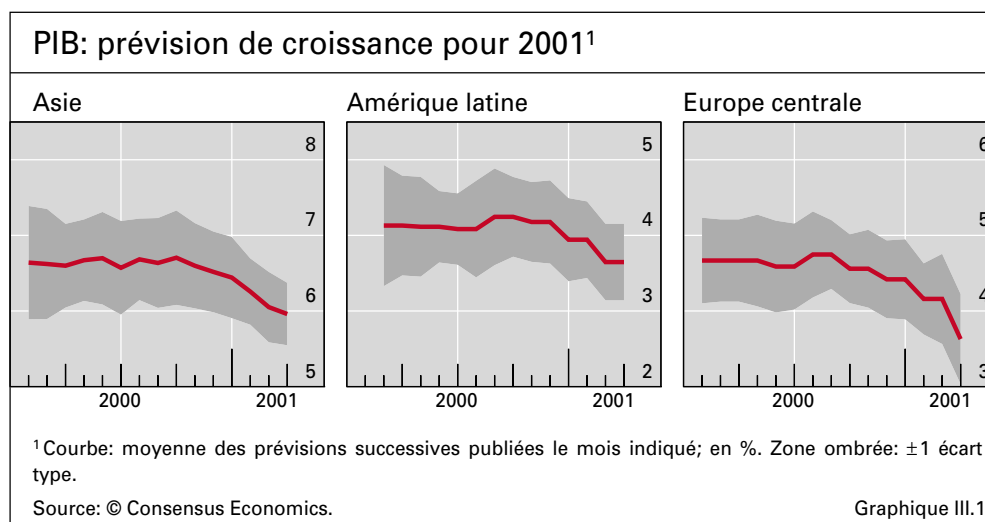
l'un des succès les plus remarquables des économies émergentes ces dernières années (section finale du chapitre). Elle résulte essentiellement du renforcement de la discipline budgétaire, de l'adoption de politiques monétaires axées en priorité sur la stabilité des prix ainsi que de mesures structurelles visant à intensifier la concurrence nationale et internationale. En outre, une dynamique vertueuse s'est installée quand les prix ont commencé à s'assagir, permettant de consolider les acquis et de poursuivre la

| Croissance, inflation et solde des paiements courants | | | | | | | | | |
|---|--------------------------|------|------|------------------------|------------------|------------------|------------------------------|--------------------|------------------|
| | PIB réel | | | Prix à la consommation | | | Solde des paiements courants | | |
| | 1993-98 | 1999 | 2000 | 1993-98 | 1999 | 2000 | Moyenne 1993-98 | 1999 | 2000 |
| | variation annuelle, en % | | | | | | en % du PIB | | |
| Asie ¹ | 7,5 | 6,1 | 7,0 | 9,6 | 2,2 | 1,9 | 0,5 | 4,1 | 2,9 |
| Chine | 10,5 | 7,1 | 8,0 | 11,9 | -1,4 | 0,3 | 1,6 | 1,6 | 1,5 |
| Hong-Kong | 3,2 | 3,1 | 10,5 | 6,7 | -4,0 | -3,6 | -0,4 ² | 5,2 ² | 4,7 ² |
| Inde | 6,4 | 6,6 | 6,0 | 7,6 ³ | 3,5 ³ | 5,3 ³ | -1,1 | -0,6 | -1,0 |
| Corée | 4,7 | 10,9 | 8,8 | 5,4 | 0,8 | 2,3 | -0,1 | 6,0 | 2,4 |
| Singapour | 8,0 | 5,4 | 10,0 | 1,7 | 0,5 | 1,5 | 17,1 | 25,3 | 23,6 |
| Taiwan | 6,0 | 5,6 | 6,0 | 2,7 | 0,2 | 1,3 | 2,7 | 2,9 | 3,0 |
| Indonésie | 3,2 | -0,1 | 4,8 | 15,4 | 20,5 | 3,7 | -1,8 | 4,1 | 7,2 |
| Malaysia | 6,3 | 5,8 | 8,5 | 3,7 | 2,7 | 1,5 | -3,4 | 15,9 | 9,2 |
| Philippines | 3,6 | 3,4 | 4,0 | 8,0 | 6,7 | 4,3 | -3,5 | 10,3 | 12,4 |
| Thaïlande | 3,2 | 4,2 | 4,3 | 5,6 | 0,3 | 1,5 | -3,6 | 10,2 | 7,6 |
| Amérique latine ¹ | 3,6 | 0,2 | 4,4 | 73,4 | 9,1 | 6,7 | -3,1 | -3,1 | -2,1 |
| Argentine | 4,5 | -3,0 | -0,5 | 3,2 | -1,2 | -0,9 | -3,6 | -4,4 | -3,3 |
| Brésil | 3,5 | 0,8 | 4,5 | 213,4 | 4,9 | 6,0 | -2,6 | -4,7 | -4,2 |
| Chili | 6,9 | -1,1 | 5,4 | 8,5 | 3,4 | 3,8 | -4,5 | -0,1 | -1,4 |
| Colombie | 3,7 | -4,3 | 2,8 | 21,1 | 11,2 | 9,5 | -5,0 | -0,0 | 0,2 |
| Mexique | 2,7 | 3,7 | 6,9 | 19,9 | 16,6 | 7,9 | -3,5 | -2,9 | -3,1 |
| Pérou | 5,9 | 1,4 | 3,6 | 17,7 | 3,5 | 3,8 | -6,2 | -3,5 | -3,0 |
| Venezuela | 1,1 | -6,8 | 2,8 | 56,1 | 23,6 | 16,2 | 2,6 | 3,6 | 11,1 |
| Europe centrale ¹ | 4,2 | 3,1 | 4,0 | 20,6 | 6,5 | 8,7 | -2,6 | -5,9 | -5,4 |
| Hongrie | 2,4 | 4,5 | 5,2 | 20,9 | 10,0 | 9,8 | -5,6 | -4,3 | -3,3 |
| Pologne | 5,6 | 4,1 | 4,1 | 24,1 | 7,3 | 10,1 | -1,2 | -7,5 | -6,2 |
| République tchèque | 1,6 | -0,8 | 3,1 | 11,2 | 2,1 | 3,9 | -3,6 | -3,0 | -4,8 |
| Russie | -5,6 | 5,4 | 8,3 | 151,9 | 85,7 | 20,8 | 2,2 | 13,5 | 19,0 |
| Turquie | 4,7 | -5,0 | 6,1 | 84,8 | 64,9 | 54,9 | -0,9 | -0,7 | -4,8 |
| Arabie Saoudite | 1,0 | 0,4 | 4,1 | 1,2 | -1,6 | -0,8 | -5,8 | 0,3 | 10,1 |
| Afrique | 3,0 | 2,5 | 3,0 | 19,7 | 5,7 | 4,2 | -11,1 ⁴ | -12,1 ⁴ | 0,8 ⁴ |
| Afrique du Sud | 2,5 | 1,9 | 3,2 | 8,3 | 5,2 | 5,3 | -0,8 | -0,5 | -0,4 |
| Zone CFA | 3,4 | 2,4 | 2,6 | 9,2 | 1,4 | 1,8 | -6,0 | -5,3 | -4,5 |
| <i>Pour mémoire:</i> | | | | | | | | | |
| <i>Pays G7</i> | 2,6 | 2,9 | 3,8 | 2,1 | 1,3 | 2,3 | -0,0 | -1,1 | -1,6 |

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; OCDE; données nationales; estimations BRI.

Tableau III.1



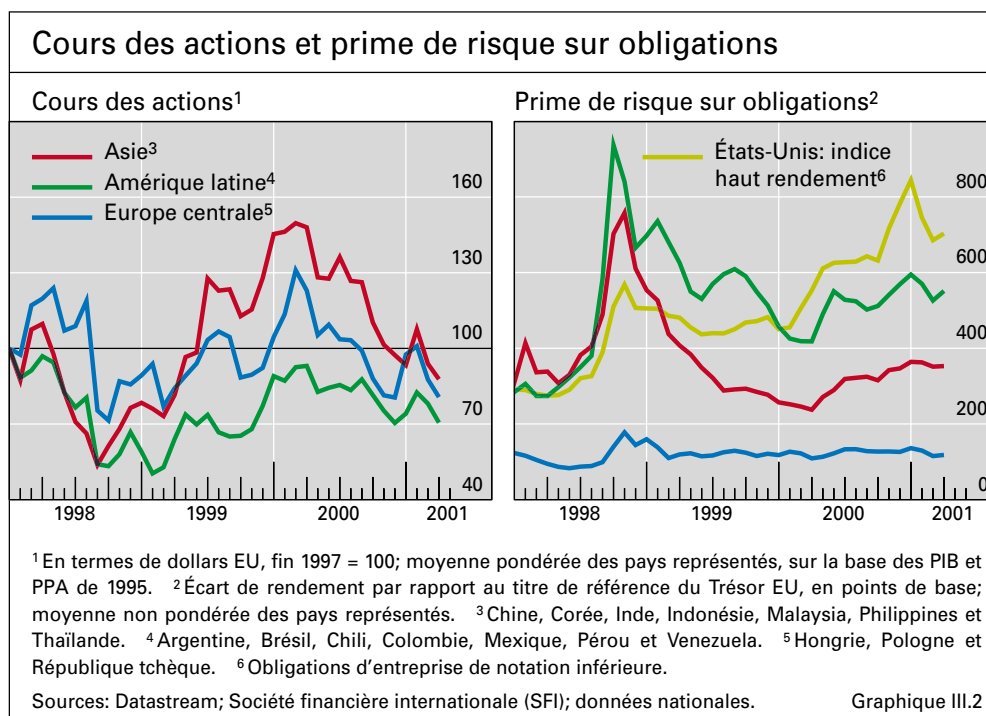
désinflation. La maîtrise de l'inflation reste néanmoins une tâche ardue dans la plupart des cas.

Au fil des mois, le ralentissement touchant les pays industriels s'est fait de plus en plus sentir. Il apparaît à présent que la chute des cours des actions en début d'année annonçait un renversement du cycle mondial dans l'électronique. En fin d'année, la croissance a nettement faibli dans les pays les plus tributaires d'exportations de tels produits et les perspectives à court terme ont été revues à la baisse dans la plupart des économies émergentes (graphique III.1). L'horizon est particulièrement incertain en Argentine, en Indonésie et en Turquie, en raison d'une confiance réduite dans les politiques suivies. À court terme, la croissance dépend non seulement de l'exposition à l'évolution des échanges mondiaux, mais aussi des conditions financières internationales. Alors que le renversement du cycle de l'électronique a exercé des effets très marqués dans les économies émergentes d'Asie, les pays d'Amérique latine sont plus sensibles aux développements sur les marchés internationaux des capitaux, étant donné l'ampleur de leurs déficits courants et de leurs besoins de financements externes. Du fait de leur moindre dépendance envers les entrées de capitaux et de la destination géographique de leurs exportations, les perspectives des pays d'Afrique et des Peco sont surtout déterminées par la croissance en Europe occidentale.

Marchés des capitaux et flux de financements

L'an dernier, les économies émergentes ont généralement obtenu des résultats satisfaisants, malgré des conditions financières souvent changeantes et défavorables. La chute des cours des actions sur les grandes places, en mars 2000, s'est rapidement fait sentir sur les marchés boursiers émergents (graphique III.2). À l'exception majeure de la Chine, les marchés asiatiques ont été durement touchés: beaucoup ont vu dans le repli de l'indice Nasdaq le signal d'une contraction de la demande de produits électroniques et, partant, des recettes d'exportations des pays spécialisés dans ce secteur (tableau III.2).

Détérioration
des conditions
financières en
cours d'année ...



Ça et là, les préoccupations suscitées par la lenteur des réformes dans le secteur financier et les entreprises ont accentué la baisse des actions, notamment en fin d'année, lorsque plusieurs pays ont enregistré des sorties nettes au titre de l'investissement de portefeuille.

L'évolution des marchés du crédit dans les pays industriels a également influencé les conditions appliquées aux économies émergentes. Au printemps et en fin d'année, les primes de risque sur les emprunts souverains se sont fortement accrues, surtout pour les pays caractérisés par une dette extérieure importante, des problèmes budgétaires ou un secteur bancaire fragile (chapitre VI). Elles ont toutefois moins augmenté, en général, que les primes sur obligations d'entreprise à rendement élevé, les investisseurs jugeant le risque de défaillance bien inférieur. Les revirements du sentiment du marché ont aussi pesé sur les flux de capitaux nets (tableau III.3). Le durcissement des conditions financières au quatrième trimestre a freiné les émissions obligataires et, plus encore, les entrées nettes de fonds placés en actions.

... et entrées nettes de capitaux inférieures aux niveaux antérieurs à la crise ...

| | Corée | Hong-Kong | Malaysia | Singapour | Taiwan | Thaïlande |
|-----------|----------------|-----------|----------|-----------|---------|-----------|
| 1995-1996 | 0,16 | 0,32 | 0,05 | 0,11 | 0,05 | 0,19 |
| 1999-2000 | 0,45 | 0,55 | 0,25 | 0,40 | 0,27 | 0,32 |
| | Afrique du Sud | Argentine | Brésil | Chili | Mexique | Pologne |
| 1995-1996 | 0,02 | 0,06 | 0,01 | -0,08 | 0,07 | 0,18 |
| 1999-2000 | 0,36 | 0,23 | 0,44 | 0,23 | 0,38 | 0,34 |

¹ Cours en monnaie nationale; corrélation calculée sur deux ans à partir de séries hebdomadaires.

Sources: SFI; données nationales. Tableau III.2

| Économies émergentes: entrées nettes de capitaux privés | | | | |
|---|----------------------------|------|------|------|
| | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 |
| | en milliards de dollars EU | | | |
| Par instrument | | | | |
| Investissement direct étranger | 145 | 151 | 150 | 144 |
| Investissement de portefeuille | 43 | 1 | 22 | 25 |
| Divers | -68 | -99 | -102 | -136 |
| Par région | | | | |
| Asie | 13 | -47 | 1 | - 2 |
| Amérique latine | 68 | 62 | 40 | 39 |
| Afrique | 17 | 11 | 13 | 9 |
| Europe centrale et orientale | 3 | 19 | 13 | 3 |
| Divers | 19 | 8 | 4 | - 16 |
| Total | 120 | 53 | 70 | 33 |
| <i>Pour mémoire: variation des réserves¹</i> | -62 | -35 | - 86 | -120 |

¹ Un signe moins indique un accroissement.
Source: FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*. Tableau III.3

Comme l'investissement direct étranger (IDE) a également diminué, les entrées nettes de capitaux privés sont tombées, en 2000, à des niveaux beaucoup plus bas qu'avant la crise asiatique.

... surtout en termes d'endettement

Certains observateurs ont attribué la contraction de l'endettement à une volonté de désengagement des créanciers après la série de crises des années 90. Une interprétation plus favorable est néanmoins concevable. Sur les deux dernières années, les taux d'intérêt nationaux ont diminué, le régime de change flottant s'est généralisé et des réformes ont progressivement accru l'offre de financements internes. En conséquence, les emprunteurs émergents ont peu à peu délaissé les marchés internationaux pour des ressources domestiques en monnaie locale. Des modifications structurelles de l'offre de crédit sont également intervenues. Les banques internationales ont, notamment, renforcé leur présence en acquérant des institutions locales, ce qui a entraîné une diminution des prêts transfrontières. Enfin, en Asie, l'accumulation d'excédents courants confortables a permis de reconstituer les réserves de change et de réduire l'endettement extérieur à court terme.

Répartition régionale quasiment inchangée

Pour les capitaux privés, la répartition régionale des mouvements nets a peu varié l'an dernier. Les flux vers l'Asie sont encore pratiquement nuls, principalement à cause d'une intensification des remboursements de dettes. L'IDE a également diminué, car la baisse des entrées en Asie du Sud-Est a largement contrebalancé la hausse en Chine (consécutives à l'adhésion prochaine à l'OMC) et en Corée (liée à la libéralisation des opérations en capital). En Amérique latine, les apports nets sont restés stables, tandis qu'en Europe centrale et orientale comme en Afrique ils se sont contractés par rapport à l'année précédente. Bien qu'en léger recul, l'IDE demeure la source de financement la plus régulière pour les économies émergentes. Sa distribution n'a guère changé et marque toujours une forte concentration: cinq pays (Argentine, Brésil, Chine – y compris Hong-Kong –, Mexique et

Corée) ont drainé les deux tiers du total, alors que l’Afrique (50 pays) en a reçu moins de 5%.

Asie

Croissance et secteur extérieur

En 2000, la croissance a été vive en Asie, dépassant généralement les attentes. Elle a atteint 7% en moyenne, avec des taux particulièrement élevés en Corée, à Hong-Kong et à Singapour, en dépit du renchérissement du pétrole, qui a sans doute amputé de ½–1% le revenu réel dans les pays importateurs. Même l’Indonésie et les Philippines affichent une progression significative, malgré les incertitudes politiques et les troubles sociaux. Les sources de la croissance varient selon les pays (tableau III.4). En Chine et en Inde, deux grandes économies relativement fermées, la demande intérieure est restée le moteur essentiel. En *Chine*, l’activité a été stimulée par des mesures budgétaires et une politique monétaire accommodante. Les investissements publics ont augmenté et la consommation a été encouragée de diverses manières (relèvement des salaires du secteur public, introduction d’une taxe sur les revenus d’intérêts). Cependant, l’anticipation d’une compression des effectifs et d’une diminution des avantages sociaux dans les entreprises d’État a incité les ménages à renforcer leur épargne de précaution. L’investissement privé ne s’est accru que modérément, malgré la progression de l’IDE.

En *Inde*, la croissance s’est quelque peu ralentie, en raison des intempéries qui ont pénalisé le secteur agricole et du tassement des services. Elle a aussi été affectée par la hausse des prix pétroliers et un séisme de forte amplitude. Le dynamisme des exportations, qui ont connu leur plus vive progression depuis 1997, a partiellement compensé la modération de la demande intérieure et soutenu la roupie, affaiblie par l’alourdissement de la facture pétrolière. Les autorités monétaires ont tenté de stopper la dépréciation, en relevant les taux d’intérêt et en mobilisant les

Reprise
supérieure
aux attentes ...

... y compris en
Chine

Ralentissement
en Inde

| Demande intérieure (DI) et exportations nettes (EN) | | | | | | | | | | |
|---|--|------|-------------|------|-----------|------|-----------|------|-----------|------|
| | Contribution, en points de %, à la croissance du PIB | | | | | | | | | |
| | Chine | | Corée | | Inde | | Indonésie | | Hong-Kong | |
| | DI | EN | DI | EN | DI | EN | DI | EN | DI | EN |
| 1994–98 | 8,6 | 1,3 | 0,5 | 3,9 | 7,2 | -0,4 | 3,1 | -0,5 | 3,5 | -1,1 |
| 1999 | 7,4 | -0,3 | 11,9 | -1,0 | 6,1 | 0,3 | -2,7 | 3,0 | -5,0 | 8,1 |
| 2000 | 7,5 | 0,5 | 5,3 | 3,5 | 5,1 | 0,6 | 4,7 | 0,1 | 9,3 | 1,2 |
| | Malaysia | | Philippines | | Singapour | | Thaïlande | | Taiwan | |
| | DI | EN | DI | EN | DI | EN | DI | EN | DI | EN |
| | 1994–98 | 1,9 | 3,9 | 5,0 | -1,4 | 4,5 | 3,0 | -2,0 | 3,8 | 6,3 |
| 1999 | 1,7 | 4,1 | 0,3 | 3,0 | 4,3 | 1,6 | 2,9 | 1,3 | 1,9 | 3,5 |
| 2000 | 12,6 | -4,0 | -1,7 | 5,6 | 8,9 | 0,9 | 3,8 | 0,5 | 4,3 | 1,7 |

Sources: JP Morgan, *World Financial Markets*; données nationales.

Tableau III.4

dépôts spéciaux des ressortissants non résidents. En outre, le gouvernement a durci la politique budgétaire et avancé son programme de privatisation (qui comporte notamment un désengagement du capital des banques publiques).

Ailleurs, la demande intérieure se substitue aux exportations ...

Dans les économies d'Asie plus ouvertes, le ralentissement des exportations renforce progressivement le rôle moteur de la demande intérieure dans la croissance. Cette évolution a été particulièrement sensible dans les pays exportateurs d'électronique (Malaysia et Singapour), mais aussi à Hong-Kong, en Indonésie et en Thaïlande. Elle a été spectaculaire à *Taiwan*, pays pourtant assez épargné par la crise de 1997-98. La chute du Nasdaq a entraîné un effondrement des cours des actions et le marasme a été aggravé par les problèmes politiques. L'attention s'est alors tournée vers les banques: comme leurs crédits étaient garantis par des actions, leurs créances douteuses ont atteint un taux record, alors que leurs bénéfices fléchissaient en raison de capacités excédentaires. De surcroît, la contraction de la demande de produits électroniques en fin d'année a brutalement déprimé l'activité.

... sauf en Corée et aux Philippines

Malgré le poids du secteur de l'électronique, la contribution des exportations nettes à la croissance a augmenté aux Philippines et en *Corée*. Dans ce dernier pays, toutefois, il faut y voir l'effet d'une modification de la demande intérieure, dont la dépendance envers les exportations s'est réduite, plutôt que d'une accélération des exportations. Aux *Philippines*, la demande intérieure a régressé, en raison principalement d'une contraction de l'investissement des entreprises, due à une perte de confiance des résidents et à une baisse de l'investissement de portefeuille étranger.

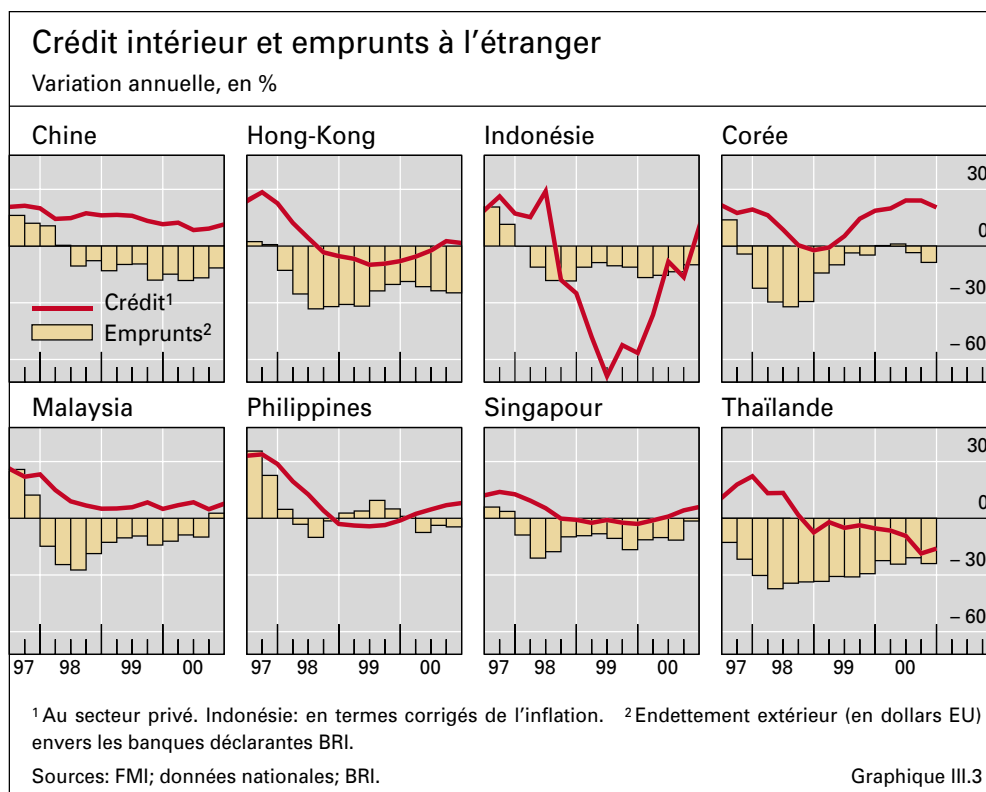
Politiques monétaires accommodantes

Le renforcement de la demande intérieure, l'an dernier, a généralement été soutenu par des politiques monétaires accommodantes. Comme, en outre, de nombreux pays ont opté pour un régime de change à flottement contrôlé, le resserrement des taux d'intérêt dans les pays industriels a eu relativement peu d'effet sur les taux asiatiques. En l'absence de tensions inflationnistes, la Chine, la Malaysia, Singapour et la Thaïlande ont maintenu des taux bas. Face à la vigueur de la croissance et à une poussée d'inflation, la Corée a relevé ses taux, mais de manière modérée, afin de ménager les entreprises, jugées fragiles. En Inde, en Indonésie et aux Philippines, les hausses ont été plus substantielles, en raison de pressions sur la monnaie.

Secteur bancaire: prêts et résultats

Atonie prolongée du crédit, sauf en Corée

En dépit de politiques monétaires accommodantes, l'accroissement du crédit bancaire est resté faible ou négatif. Il en a toujours été ainsi depuis la crise, sauf en Corée (graphique III.3). Dans ce pays, les investissements se situent à un niveau relativement élevé et, à partir de mi-1999, les emprunteurs ont délaissé les financements par émission de papier commercial et d'obligations; le développement du crédit s'explique aussi par l'intervention des autorités: l'État a étendu ses garanties pour les prêts aux petites et moyennes entreprises et procédé à une recapitalisation rapide des banques. Pour plusieurs autres pays, les données récentes indiqueraient un redémarrage des concours bancaires aux entreprises.



Il est toujours difficile de déterminer si une telle atonie s'explique par une raréfaction du crédit (les banques ne prêtent pas, non en raison d'un manque de projets rentables, mais faute de capitaux), par de médiocres perspectives de profits ou par l'insuffisance de la demande. En Asie, la restructuration bancaire a progressé lentement mais régulièrement. Fermetures, fusions, nationalisations temporaires ou cessions à des groupes étrangers semblent avoir rendu les systèmes bancaires plus sains qu'avant la crise, même si leur note de crédit ne s'est vraiment améliorée qu'en Corée et en Malaisie. Tout comme la reprise économique a permis à certains emprunteurs d'assurer à nouveau le service de leur dette, les sociétés de gestion d'actifs créées avec des capitaux publics pour absorber les prêts non productifs ont largement contribué à assainir la situation en Corée, Indonésie et Malaisie. Pour relancer le crédit bancaire, la Thaïlande a récemment opté pour une solution similaire. Dans tous les pays d'Asie, les autorités ont également adopté des mesures pour renforcer le contrôle bancaire ainsi que de nouvelles règles pour interdire les prêts à des parties apparentées ou liées.

Néanmoins, plusieurs facteurs ont empêché une restructuration en profondeur. La chute des cours des actions a limité la capacité de lever des capitaux. Des prêts restructurés sont redevenus non productifs et menacent donc de ponctionner les fonds propres, ce qui incite à la prudence au moment où l'activité fléchit. De plus, malgré les progrès réalisés, les institutions en difficulté sont encore nombreuses et d'autres n'ont pas effectué les modifications opérationnelles qui permettraient une reconstitution durable des bénéficiaires. Ces éléments expliquent peut-être pourquoi les banques de certains pays n'ont pas pu accroître leurs concours.

Avancée de la réforme du secteur bancaire ...

... malgré des faiblesses persistantes

Meilleure perception des risques

Divers éléments indiquent, par ailleurs, que la faible croissance du crédit s'explique moins par l'incapacité des banques à prêter que par leur évaluation du risque de crédit et des perspectives de rendement. D'abord, les concours aux entreprises n'ont que timidement repris, même à Hong-Kong et Singapour où les institutions sont pourtant assez solides. Ensuite, les banques d'Asie sont très actives sur le marché des prêts hypothécaires et leurs marges ont diminué sur les crédits consortiaux aux meilleures signatures. Cela souligne que, pour certains établissements au moins, les ressources ne constituent pas un frein lorsque la rémunération attendue compense les risques.

Contraction de la demande de crédit

Deux facteurs indiquent également une contraction de la demande de crédit. Premièrement, de nombreuses entreprises ont souhaité réduire leur endettement, tandis que d'autres n'ont simplement pas eu à emprunter. À la veille de la crise, plusieurs pays enregistraient des ratios investissement/PIB voisins de 40%, les dépenses d'équipement des entreprises dépassant largement leur capacité d'autofinancement. Après la crise, la progression des ventes s'est appuyée sur les capacités non utilisées, et les investissements sont donc restés minimes, malgré l'amélioration des trésoreries. Disposant d'un excédent financier, les entreprises n'avaient guère besoin de concours externes. Deuxièmement, la nature de la croissance a limité la demande de prêts, car les secteurs fortement dépendants du crédit bancaire n'étaient pas sortis de la récession. Le bâtiment, en particulier, restait déprimé par l'offre excédentaire de bureaux et les taux d'occupation très faibles dans les grandes métropoles. Les secteurs exportateurs ont, eux, connu une vive expansion, mais ils font moins appel aux concours bancaires.

Enjeux de la politique budgétaire

L'expansion de la dette pose des problèmes ...

Le budget des économies d'Asie était généralement excédentaire, ou très légèrement déficitaire, avant la crise de 1997. Mais celle-ci a été suivie de mesures de stimulation de la demande intérieure, d'importantes dépenses pour la recapitalisation des systèmes bancaires et d'une érosion des recettes fiscales due à la récession, qui ont souvent engendré de larges déficits en 2000 et alourdi la dette publique (tableau III.5). Comme les engagements conditionnels des États étaient également élevés et que la charge d'intérêts représentait déjà une part significative des dépenses publiques, les déficits accumulés récemment ont créé une dynamique de la dette, qui constitue une source de vulnérabilité grandissante pour la région.

... en Chine ...

Ces trois dernières années, la Chine a stimulé sa croissance par voie budgétaire, ce qui s'est traduit par une augmentation régulière du déficit, passé de moins de 1% du PIB en 1996 à près de 3% en 2000. Si la dette publique est restée modérée par comparaison internationale, son poids effectif s'est sensiblement accru en raison d'opérations hors budget et de dépenses réalisées ou programmées dans le cadre du traitement des prêts non productifs. Les engagements au titre des systèmes de retraite et de sécurité sociale sont vraisemblablement importants, eux aussi.

... et plus encore en Inde ...

En Inde, le déficit fédéral, demeuré proche de 5% du PIB, met en évidence la fragilité budgétaire. Avec les larges déficits des États de la fédération, le besoin de financement global a approché 10%, portant ainsi la dette des

| Solde budgétaire et dette publique | | | | | | | | | |
|------------------------------------|---------------|-------|------|----------------------|------|------|----------------|-------|-------|
| | Solde nominal | | | Paiements d'intérêts | | | Dette publique | | |
| | 1996 | 1999 | 2000 | 1996 | 1999 | 2000 | 1996 | 1999 | 2000 |
| | en % du PIB | | | | | | | | |
| Asie | | | | | | | | | |
| Chine | -0,9 | - 2,2 | -2,9 | 0,7 | 0,8 | 0,8 | 7,3 | 12,7 | 14,6 |
| Hong-Kong | 2,2 | 0,8 | -0,9 | - | - | - | - | - | - |
| Inde | -4,9 | - 5,4 | -5,1 | 4,3 | 4,6 | 4,6 | 49,4 | 52,2 | 53,0 |
| Corée | 0,1 | - 4,6 | 1,0 | 0,5 | 2,3 | 2,4 | 11,9 | 22,3 | 23,1 |
| Singapour | 14,7 | 10,3 | 11,4 | - | - | - | 74,0 | 88,5 | 84,5 |
| Taiwan | -1,8 | 1,0 | -0,3 | 1,4 | 1,5 | 2,0 | 26,4 | 27,5 | 29,8 |
| Indonésie | 1,1 | - 1,6 | -3,2 | 2,0 | 3,8 | 5,7 | 27,3 | 105,7 | 106,9 |
| Malaysia | 0,7 | - 3,2 | -5,8 | 2,7 | 2,6 | 2,7 | 35,3 | 37,3 | 37,0 |
| Philippines | 0,3 | - 3,5 | -3,9 | 3,4 | 3,4 | 4,0 | 53,2 | 59,2 | 64,9 |
| Thaïlande | 0,7 | - 2,6 | -2,2 | 0,2 | 1,2 | 1,2 | 16,3 | 42,4 | 54,4 |
| Amérique latine | | | | | | | | | |
| Argentine | -2,2 | - 2,6 | -2,4 | 1,7 | 2,9 | 3,4 | 35,7 | 43,0 | 46,0 |
| Brésil | -5,9 | -10,3 | -4,5 | 5,8 | 13,6 | 8,1 | 33,3 | 49,4 | 49,5 |
| Chili | 2,3 | - 1,5 | 0,2 | 0,6 | 0,4 | 0,5 | 28,1 | 29,4 | 31,1 |
| Colombie | -3,7 | - 5,8 | -6,9 | 1,9 | 3,3 | 4,5 | 14,4 | 29,4 | 36,8 |
| Mexique | -0,2 | - 1,6 | -1,3 | 3,7 | 3,2 | 3,3 | 31,1 | 25,7 | 23,5 |
| Pérou | -1,3 | - 3,2 | -3,2 | 2,4 | 2,1 | 2,2 | 45,2 | 37,5 | 35,6 |
| Venezuela | 0,7 | - 2,3 | -1,8 | 5,0 | 2,6 | 2,5 | 33,8 | 29,8 | ... |

Comme la définition du secteur public varie selon les pays, il convient d'en tenir compte dans les comparaisons. Hong-Kong et Indonésie: année budgétaire; Inde: gouvernement fédéral uniquement.

Sources: FMI; Institute of International Finance; données nationales; estimations BRI.

Tableau III.5

administrations publiques à plus de 60% du PIB, voire davantage si l'on inclut les engagements conditionnels du secteur financier et des entreprises nationalisées. Bien que le gouvernement ait progressivement renoncé à monétiser le déficit, le poids de la dette s'est traduit par des taux d'intérêt réels relativement élevés, ce qui en a alourdi le service, tout en exerçant un effet d'éviction sur l'investissement privé. Conscient qu'un assainissement s'imposait, le gouvernement a introduit un projet de loi de responsabilité budgétaire pour ramener le déficit fédéral à 2% du PIB dans les cinq années à venir et le ratio de dette publique à moins de 50% en dix ans.

Dans les autres pays d'Asie, le problème de la viabilité budgétaire commence également à se poser. Aux Philippines, où le manque de discipline en la matière n'est pas récent, la dette atteignait 65% du PIB fin 2000, l'un des taux les plus élevés de la région. Le déficit avait déjà doublé par rapport au budget initial, l'année précédente, ce qui avait largement contribué à une perte de confiance des investisseurs et à des pressions sur le cours de change. L'Indonésie, plus encore, s'est rapidement approchée de la limite acceptable, si l'on considère la vitesse de progression de la dette publique et sa forte composante en devises; ces deux dernières années, l'État a assuré le paiement des intérêts et des amortissements grâce à des concours officiels et à des cessions d'actifs. Voisine de 55% du PIB, la dette publique de la Thaïlande reste

... aux Philippines et en Indonésie

gérable, mais les récents projets de redynamisation du secteur financier pourraient vite dégrader ce ratio, à moins que des mesures ne soient prises pour améliorer le solde primaire.

Dépendance des économies asiatiques à l'égard des exportations de haute technologie

Essoufflement de la demande et chute des prix

Le secteur de la haute technologie prend une place prépondérante dans les exportations de plusieurs économies d'Asie (tableau III.6). Ses exportations vers les États-Unis ont quadruplé dans la décennie passée. D'après certaines mesures, l'électronique est, pour les deux tiers, à l'origine de l'augmentation de la production industrielle de la région, ces dernières années. En 2000, cependant, l'Asie a été largement affectée par la baisse de la demande mondiale dans ce secteur (graphique III.4) et du prix de vente des composants (par exemple, le prix de référence – mémoire RAM dynamique – a diminué de près des deux tiers). Le recul de la demande pour divers produits de haute technologie s'est poursuivi jusqu'au début de 2001, et le niveau des commandes comme les commentaires des groupes industriels annoncent une nouvelle chute.

L'incidence sur la demande finale dépend de la valeur ajoutée locale

Il convient de noter que les chiffres des exportations figurant dans le tableau peuvent donner une image déformée de l'importance globale, pour l'Asie, des exportations de haute technologie ainsi que du degré de vulnérabilité des diverses économies au retournement conjoncturel en cours. Premièrement, le secteur est presque intégralement contrôlé, dans certains pays, par des capitaux étrangers. Ainsi, en dehors de pressions à la baisse sur les salaires, la chute des prix peut très bien n'avoir qu'un effet limité sur les économies locales. Deuxièmement, en raison des interrelations entre sites de production, l'essentiel des échanges intrarégionaux correspond à des transferts de composants. De ce fait, les risques de contagion sont accrus et la part de valeur ajoutée locale dans les exportations (et donc l'impact sur la demande finale locale) varie notablement d'un pays à l'autre. Pour la Corée, par exemple, les importations de haute technologie représentaient en 1999

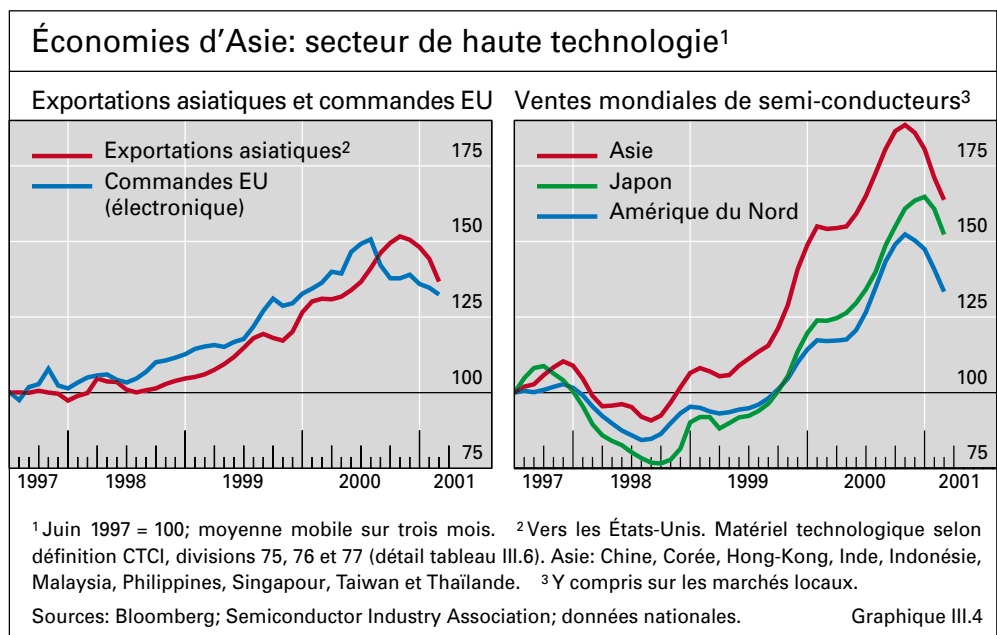
| Économies d'Asie: exportations de biens de haute technologie | | | | | | | | | | | |
|--|---|----|----|----|----|----|----|----|----|---|---------|
| | En % du total des exportations (vers les pays OCDE uniquement) | | | | | | | | | Importations EU: variation (en %) sur 12 mois à | |
| | CN | HK | ID | KR | MY | PH | SG | TH | TW | Juin 00 | Fév. 01 |
| Ordinateurs ¹ | 6 | 7 | 2 | 13 | 19 | 22 | 54 | 16 | 28 | 8 | -6 |
| Télécommunications ² | 7 | 4 | 5 | 6 | 15 | 6 | 5 | 7 | 4 | 43 | 1 |
| Composants ³ | 8 | 18 | 2 | 23 | 24 | 33 | 17 | 11 | 17 | 22 | -2 |
| Total | 20 | 30 | 9 | 41 | 58 | 60 | 77 | 34 | 50 | 19 | 0 |

CN = Chine; HK = Hong-Kong; ID = Indonésie; KR = Corée; MY = Malaysia; PH = Philippines; SG = Singapour; TH = Thaïlande; TW = Taiwan.

¹ Classification type pour le commerce international (CTCI), division 75: machines de bureau ou pour le traitement automatique de l'information. ² CTCI, division 76: appareils et équipement de télécommunications et pour l'enregistrement et la reproduction du son. ³ CTCI, division 77: machines, appareils et outils électriques non classés dans les autres divisions ainsi que leurs pièces détachées électriques.

Sources: OCDE; données nationales.

Tableau III.6



plus de 60% des exportations; un tiers de ces achats, composants principalement, venait d'autres économies émergentes d'Asie. La part de valeur ajoutée locale n'excède peut-être pas 20% pour les Philippines; faible en Malaysia et en Thaïlande également, elle est relativement élevée à Singapour et Taiwan.

Malgré ces réserves, le poids toujours plus important de la haute technologie dans les économies d'Asie a probablement élevé leur taux de croissance tendanciel et amplifié les cycles conjoncturels. Le cycle de ces produits technologiques, notamment électroniques, est nettement plus volatil que celui des biens manufacturés traditionnels. Par conséquent, en cas de ralentissement prononcé de l'économie mondiale, la demande de matériel informatique pourrait encore baisser, car les entreprises différeraient la modernisation de leur équipement. Aux États-Unis, en effet, on constate une corrélation de plus en plus étroite entre marge brute d'autofinancement et dépenses informatiques.

Perspectives à court terme

À l'exception de la Chine et de l'Inde, l'Asie semble plus vulnérable à l'affaiblissement actuel de la croissance mondiale que la majorité des autres économies émergentes. D'une part, divers pays (comme l'indique l'analyse précédente) sont très exposés à la contraction de la demande de produits électroniques. D'autre part, l'ensemble des exportations sera affecté par le ralentissement de l'économie américaine et l'atonie des perspectives japonaises. Enfin, il reste à démontrer que les institutions financières et les entreprises, dont les structures et bilans ont pourtant fait l'objet de réformes, seront aptes à surmonter un retournement conjoncturel.

Devant des perspectives de croissance moins favorables, une baisse des taux dans les pays industriels et, parfois, une atténuation des tensions inflationnistes, plusieurs économies ont desserré leur politique monétaire

Implications pour le cycle conjoncturel en Asie

Conjoncture mondiale moins favorable

Stimulation de la demande intérieure

début 2001. En Chine, tout en intensifiant sa relance budgétaire, le gouvernement a mis en œuvre un programme de libéralisation des taux d'intérêt ainsi que des marchés des capitaux et annoncé son intention d'assouplir progressivement le régime de change. La Malaisie et Taiwan ont prévu d'augmenter fortement les dépenses publiques, tandis qu'en Inde le dernier budget proposait une libéralisation plus poussée du cadre institutionnel de l'investissement et de nouvelles réformes pour stimuler la croissance.

Amérique latine

Croissance et secteur extérieur

Après la grave récession de 1998–99, les économies d'Amérique latine ont nettement rebondi en 2000. Dans la plupart, le PIB réel a progressé de plus de 4%, tandis que l'inflation est restée stable, en deçà de 10%. La quasi-totalité des pays de cette région ont enregistré une croissance positive, les deux plus grands – Brésil et Mexique – faisant partie du groupe de tête. La principale exception à cette tendance favorable a été l'Argentine, dont la production a de nouveau reculé. Les soldes extérieurs se sont modestement améliorés. Dans l'ensemble, la croissance a été plus forte au premier semestre, alors qu'au second le ralentissement économique aux États-Unis a commencé à peser sur les exportations. De plus, la volatilité accrue sur les marchés financiers mondiaux et le regain d'inquiétude suscité par la persistance de certaines fragilités budgétaires ont freiné les entrées de capitaux. À cela s'est ajoutée, en fin d'année, la crainte que des facteurs politiques n'affectent les résultats économiques de l'Argentine, de la Colombie, du Pérou et du Venezuela.

Malgré le bond de plus de 20% en valeur des exportations latino-américaines en 2000, la croissance a été tirée par la demande intérieure dans

Rebond de la
croissance l'an
dernier ...

| Amérique latine: commerce, exportations pétrolières et croissance en 2000 | | | | | | |
|---|---|--|---|----------------------------|----------------------------------|--------------------------------|
| | Solde des paiements courants ¹ | Exportations pétrolières nettes ¹ | Contribution à la croissance ² | | Termes de l'échange ³ | Degré d'ouverture ⁴ |
| | | | Exportations pétrolières nettes | Autres exportations nettes | | |
| Argentine | - 9,4 | 3,6 | 0,5 | 0,7 | 6 | 22 |
| Brésil | -24,6 | -6,0 | -0,5 | 0,6 | -7 | 24 |
| Chili | - 1,0 | -1,9 | -1,3 | 1,0 | 2 | 61 |
| Colombie | 0,1 | 4,3 | 1,0 | -0,3 | 16 | 35 |
| Équateur | 1,4 | 2,4 | 6,7 | -5,3 | 14 | 77 |
| Mexique | -17,7 | 16,4 | 1,3 | -1,9 | 3 | 64 |
| Pérou | - 1,6 | -0,7 | -0,6 | 0,9 | -1 | 34 |
| Venezuela | 13,4 | 26,4 | 9,8 | 2,6 | 44 | 47 |
| Total | -39,7 | 44,5 | 1,0 | -0,1 | 3 | 41 |

¹En milliards de dollars EU. ²Du PIB nominal, en points de %. ³Marchandises uniquement; variation annuelle, en %. ⁴Somme des exportations et importations de biens et services, en % du PIB.

Sources: Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes; JP Morgan; données nationales; estimations BRI.

Tableau III.7

la plupart des pays (tableau III.7). L'évolution des termes de l'échange a eu tendance à favoriser les exportateurs de pétrole, étant donné que les prix de la majeure partie des produits agricoles ont stagné ou baissé et que seuls ceux des métaux (cuivre notamment) ont sensiblement monté. Les exportations de pétrole ont également joué un rôle clé, le déficit courant de la région étant ramené à 2% du PIB, contre 3% en 1999.

... essentiellement dû à la demande intérieure et aux exportations de pétrole

Les économies d'Amérique latine étant encore relativement fermées (hormis le Chili, l'Équateur et le Mexique), le principal instrument de réactivation de la croissance ne pouvait être que la demande intérieure. Or, en 2000, ses composantes se sont diversement comportées: l'investissement ne s'est renforcé qu'au Mexique et, à partir d'un bas niveau, en Colombie. Ailleurs, la consommation privée a progressé plus rapidement que le PIB réel, ce qui a provoqué une vive accélération des importations. De surcroît, l'atonie de l'investissement intérieur s'est accompagnée d'un repli des entrées d'investissements directs étrangers, en particulier en Argentine et au Chili. Dans un tel contexte, la vigueur de la consommation et des achats à l'étranger, conjuguée au récent tassement de la demande extérieure, a suscité des interrogations sur la viabilité de l'expansion en Amérique latine, même si les conditions d'emprunt à l'étranger demeurent favorables.

Faiblesse persistante de l'investissement

Évolution du dosage des politiques macroéconomiques

Face au ralentissement de l'activité et aux turbulences sur les marchés financiers en 1998-99, les économies d'Amérique latine avaient resserré leurs politiques monétaire et budgétaire et, dans certains cas, adopté un régime de change plus souple. Avec l'amélioration de l'environnement extérieur début 2000, l'accent a été mis sur la poursuite de la réduction des déficits budgétaires, associée à un assouplissement des conditions monétaires internes. Plusieurs pays ont cherché, en outre, à accroître leur compétitivité au moyen de réformes structurelles.

Modification du dosage des politiques en 2000

En 2000, le climat sur les marchés internationaux des capitaux a été globalement favorable à l'Amérique latine. Selon les estimations, les entrées nettes de capitaux privés ont été à peu près stables, à environ \$40 milliards, ce qui a couvert l'essentiel du déficit courant. Néanmoins, ces flux ont été volatils et concentrés sur le Brésil et le Mexique. De surcroît, une importante proportion des émissions obligataires a pris la forme de conversions de dette en titres assortis d'échéances supérieures. Les primes de risque sur obligations d'État à long terme se sont creusées en moyenne pendant l'année, traduisant les préoccupations propres à chaque pays.

Conditions favorables sur les marchés des capitaux

L'allègement de la contrainte de liquidité extérieure a permis à la plupart des pays d'opter pour la détente monétaire en 2000. Au *Brésil*, la banque centrale a ramené son taux de référence de 19%, fin 1999, à 16½% en juillet puis à 15¼% en décembre. Cette mesure a vivement stimulé le crédit au secteur privé, la situation financière des ménages s'étant améliorée avec le rebond de la croissance et la hausse significative de l'emploi. Début 2001, l'institut d'émission a amputé son taux directeur de 50 points de base supplémentaires; par la suite, il l'a relevé de 100 points au total, entre fin mars et mi-avril, en raison de l'affaiblissement du real et de l'apparition de

Détente monétaire ...

pressions de la demande. Les taux d'intérêt ont également été diminués en *Colombie* et, au second semestre 2000, au *Chili*, tandis qu'au *Pérou* les autorités ont abaissé le niveau des réserves obligatoires. En revanche, le *Mexique* a été contraint de durcir sa politique monétaire en cours d'année, afin d'empêcher une surchauffe de la demande intérieure.

... et amélioration
budgétaire

L'an dernier, la situation budgétaire s'est améliorée dans la majeure partie de l'Amérique latine, à l'exception notable de l'Argentine. Le redressement conjoncturel et, dans les pays exportateurs de pétrole, les rentrées pétrolières substantielles ont gonflé les recettes publiques. Nombre d'économies de la région ont également bénéficié d'une diminution du coût du service de leur dette; ainsi, au Brésil, cette baisse a représenté 5% du PIB. En moyenne, les déficits budgétaires ont été ramenés à 2,8% du PIB, contre près de 4% en 1999, les principaux progrès étant réalisés par le Brésil et le Chili.

Adoption
de lois de
responsabilité
budgétaire ...

Malgré l'embellie budgétaire, les préoccupations sur la viabilité à long terme des finances publiques ont perduré dans de nombreux pays. Pour y faire face, le *Brésil* a voté une loi de responsabilité budgétaire, qui impose à chaque échelon des pouvoirs publics de préserver l'équilibre entre recettes et dépenses courantes, de limiter les frais de personnel et de contenir le ratio endettement/recettes courantes dans une fourchette prédéfinie. L'*Argentine* et le *Pérou* ont adopté des lois analogues pour faire cadrer l'augmentation des dépenses avec la croissance économique et instaurer un fonds de stabilisation budgétaire. À travers de telles contraintes, ces dispositions visent à accroître la crédibilité des finances publiques, tout comme l'adoption du principe d'indépendance de la banque centrale et la fixation d'objectifs d'inflation (ou d'un ancrage très rigide de la monnaie) sont destinées à rehausser la crédibilité de la politique monétaire.

... qui doivent
être appliquées
de manière
rigoureuse

Au Brésil, la loi budgétaire, étayée par des programmes politiques cohérents et de solides résultats macroéconomiques, a fait bonne impression sur les investisseurs. En revanche, en Argentine, l'entrée en vigueur de la loi de solvabilité budgétaire a été différée à 2005, ce qui porte atteinte à la crédibilité de la discipline financière (voir ci-après). En ce qui concerne le Chili, les investisseurs n'ont guère été convaincus par l'adoption de mesures budgétaires discrétionnaires au second semestre 2000.

Récession en Argentine

Nécessité d'une
réforme budgétaire
en Argentine ...

L'absence de reprise en Argentine tranche sur les bons résultats macroéconomiques de la région. Même si ce pays a subi une succession de chocs extérieurs ces dernières années, son instabilité politique contribue, à l'évidence, au report des décisions d'investissement et à une certaine méfiance des consommateurs. Le niveau excessif des dépenses publiques, en particulier, n'a cessé d'exercer des tensions sur les taux d'intérêt, ce qui a gonflé le coût du service de la dette mais affecté aussi les recettes fiscales. De plus, la révision des objectifs budgétaires à court terme a différé l'application de la disposition prévoyant un budget équilibré dans la loi de solvabilité budgétaire, pourtant essentielle pour alléger le fardeau fiscal et rétablir la compétitivité des entreprises locales soumises aux contraintes du régime de caisse d'émission.

Faute d'un engagement politique, notamment au niveau des provinces, pour s'attaquer résolument aux problèmes budgétaires, les marchés n'ont pas repris confiance après l'accord passé avec le FMI en décembre 2000. En mars 2001, les primes de risque sur obligations se sont de nouveau élargies et les taux d'intérêt internes ont brusquement remonté, montrant ainsi que les marchés jugeaient le risque de crédit élevé. En avril 2001, les coefficients de liquidité des banques ont été modifiés, ce qui a immédiatement facilité les emprunts publics en devises. À plus long terme, cependant, les perceptions du risque de crédit dépendent du cadre général de la politique économique, notamment de la discipline budgétaire, ainsi que des perspectives de croissance et de la solidité du système bancaire.

... mais le soutien politique fait défaut

Privatisations et restructurations bancaires

Des progrès considérables ont été accomplis en matière de privatisations, dont le produit est estimé à environ \$15 milliards en 2000 pour la région, le Brésil se situant en première position. Ce sont les grands groupes et établissements bancaires espagnols qui ont été les principaux acquéreurs. En outre, l'accent a été mis sur la déréglementation et l'encouragement de la concurrence dans l'énergie, les services d'intérêt collectif, les télécommunications et les transports, avec notamment l'octroi de concessions au secteur privé pour répondre à des besoins d'infrastructure. Même si le rythme des privatisations est appelé à se ralentir, le potentiel pour de nouvelles acquisitions reste important.

Progrès des privatisations

Les carences de l'intermédiation financière font depuis longtemps obstacle à l'investissement privé en Amérique latine. Pour y remédier, l'Argentine et le Pérou ont encouragé la concentration des banques, tandis que le Brésil et le Mexique ont lancé de vastes programmes de privatisation. En outre, l'Amérique latine s'est ouverte aux banques étrangères. La part de ces dernières dans le total des actifs bancaires de la région a ainsi été portée à 40% en 2000, contre 10% environ au milieu des années 90. Par leurs apports de capital, de savoir-faire et de technologie, ces établissements étrangers ont renforcé la solidité et la stabilité des systèmes bancaires locaux.

Rôle accru des banques étrangères ...

En dépit de la présence accrue des banques étrangères et de la détente monétaire, le crédit bancaire s'est contracté en termes réels, sauf au Brésil, au Chili et au Venezuela. Cette situation s'explique notamment par les réticences apparentes de ces établissements à prêter au secteur public ainsi qu'aux petites et moyennes entreprises, passant pour présenter des risques et offrir des garanties insuffisantes. En outre, les privatisations ont entraîné la fermeture de nombreuses succursales dont les responsables possédaient une bonne connaissance de la clientèle locale. Il se peut aussi que les banques latino-américaines, obligées de se restructurer pour répondre à l'intensification de la concurrence, soient devenues plus prudentes dans leur octroi de prêts. Ainsi, au *Mexique*, le crédit bancaire au secteur privé, par rapport au PIB, a diminué de moitié depuis 1994, même si quelque \$76 milliards de fonds publics ont été consacrés à l'assainissement des bilans des banques. En revanche, les crédits fournisseurs et financements non bancaires s'y sont fortement développés, si bien que la production, les exportations et les achats de biens de consommation durables par les ménages n'ont pas souffert. Les

... mais nouvelle contraction des prêts bancaires en termes réels

banques petites et moyennes (environ 300 au total pour l'Argentine, le Brésil et le Mexique) se sont également révélées vulnérables. Au Pérou, plusieurs ont fait faillite l'an dernier. En raison de l'intensification de la concurrence, d'autres risquent de voir leur existence menacée, sauf à recentrer leur stratégie commerciale sur certains créneaux.

Afrique

Accélération de la croissance

Soutenue par la progression du revenu réel dans les pays exportateurs de pétrole et par un redressement des prix des produits de base (hors pétrole), l'activité économique s'est améliorée l'année dernière en Afrique. Cependant, à 3%, la croissance moyenne est restée inférieure à celle des autres régions. Une fois de plus, à cause de son faible degré d'intégration dans l'économie mondiale et de l'absence de diversification de ses exportations, ce continent n'a pu profiter de l'essor des échanges mondiaux. Alors que l'envolée des prix du pétrole a stimulé l'activité en Afrique du Nord et de l'Ouest, la majeure partie de l'Afrique subsaharienne a souffert d'une nette dégradation des termes de l'échange et de l'augmentation considérable de son déficit courant. Néanmoins, les pays bénéficiant d'un dosage de politiques plus sain et d'une meilleure infrastructure, comme le Botswana et la Tanzanie, sont parvenus à une croissance plus élevée. En revanche, dans les économies aux prises avec des conflits internes (République démocratique du Congo et Zimbabwe) ou des conditions météorologiques défavorables (Kenya), l'expansion s'est ralentie.

Aggravation de l'inflation et des déséquilibres extérieurs

Les tensions inflationnistes se sont accentuées dans plusieurs pays, sous l'effet du renchérissement du pétrole et d'une dérive budgétaire. Ainsi, au Ghana et au Zimbabwe, l'inflation s'est accrue en rythme annuel, passant respectivement à 25% et plus de 50%, sous l'effet de la détérioration marquée du solde budgétaire. En revanche, dans la zone CFA, la hausse des prix a avoisiné 2% et, dans certains cas, la déflation est même apparue. Dans de nombreuses économies, l'aggravation du déséquilibre budgétaire semble avoir fragilisé davantage les comptes extérieurs, exacerbant les besoins de financement externe.

Reprise de la croissance en Afrique du Sud, mais persistance d'un chômage élevé

En *Afrique du Sud*, la croissance a repris l'année dernière, parallèlement à une amélioration de la productivité et de la situation budgétaire. Le redressement des résultats économiques s'est traduit par un faible déficit courant, un rétablissement des entrées nettes de capitaux et, après la chute du rand, le retour de la stabilité sur le marché des changes. Toutefois, la baisse continue du taux d'emploi dans le secteur formel reste préoccupante. L'économie se trouve donc toujours confrontée à un défi: diminuer les salaires réels pour favoriser les créations d'emplois ainsi que l'investissement des entreprises, fondements incontournables d'un relèvement durable du niveau de vie.

Pour l'avenir, la priorité absolue de la quasi-totalité des pays d'Afrique consiste à trouver des solutions visant à renforcer l'épargne et l'investissement. Les insuffisances de la gouvernance demeurent le principal obstacle dans ces deux domaines. Par conséquent, des efforts importants doivent être accomplis

pour mettre en place des politiques macroéconomiques saines et rétablir la confiance dans l'État de droit. Il est capital, en outre, d'édifier une infrastructure financière qui contribue à restaurer la confiance et à orienter l'épargne locale et étrangère vers les secteurs appropriés. Malgré des tentatives d'ouverture du système financier, l'État conserve largement sa mainmise sur les banques et le cadre réglementaire et législatif reste inadapté. De plus, l'incertitude politique croissante, qui porte atteinte au crédit des politiques budgétaires et monétaires, compromet les perspectives d'investissement. Pour ces diverses raisons, les entrées nettes de capitaux en Afrique ne représentent qu'une très faible proportion de l'ensemble des flux financiers en direction des économies émergentes. En fait, ces dernières années, nombre de pays africains ont enregistré des sorties nettes. Les difficultés d'accès aux marchés des pays industrialisés, qui entravent les possibilités de diversification des exportations, ont constitué un frein supplémentaire. En 2000, l'Union européenne a commencé à lever les restrictions pesant sur les exportations de produits agricoles africains et a exhorté les autres pays à faire de même.

Dynamiser l'investissement est essentiel pour favoriser la croissance

Moyen-Orient

Au Moyen-Orient, sous l'impulsion de la hausse des prix pétroliers et de l'augmentation de la production de pétrole, la croissance moyenne du PIB a été portée à près de 5%, son maximum depuis une dizaine d'années. L'excédent de la balance des paiements des principaux exportateurs de pétrole a ainsi atteint en moyenne 15% du PIB. Toutefois, comme les recettes supplémentaires ont essentiellement servi à rembourser des dettes ou à consolider le solde budgétaire, l'inflation est restée peu élevée, sauf en *Iran* et au *Yémen*. Pour être moins sensibles à la volatilité des prix du pétrole, les grands exportateurs, à l'exemple de l'*Arabie Saoudite*, ont entrepris des réformes destinées à renforcer leurs autres secteurs productifs, tout en cherchant à stabiliser les cours du brut par un ajustement de l'offre à la demande prévisionnelle.

Les recettes tirées du pétrole stimulent la croissance des pays exportateurs

Dans les pays moins tributaires des exportations de pétrole, la croissance a légèrement ralenti par rapport à 1999. Ainsi, en *Égypte*, une crise de liquidité dans le secteur bancaire et la diminution de l'expansion du crédit qui en a résulté ont freiné la production au début de l'année dernière. De plus, après les importants changements structurels du milieu de la décennie 90, il semble que le processus de réformes marque le pas depuis quelque temps. En *Jordanie* et en *Syrie*, la croissance s'est légèrement améliorée en 2000 et l'inflation est restée faible. Comme en *Égypte*, pourtant, les réformes des échanges et de l'investissement étranger paraissent s'être interrompues. En *Israël*, par contre, la croissance moyenne est passée à 6%. Toutefois, du fait de sa dépendance à l'égard des exportations de produits de haute technologie, ce pays a été l'un des premiers à ressentir les effets du retournement dans l'électronique mondiale. D'un autre côté, étant donné que l'inflation est nettement inférieure à l'objectif fixé par la banque centrale et que le déficit budgétaire des administrations publiques a été ramené à moins

Léger ralentissement dans la plupart des autres économies

de 1% du PIB, les contraintes des politiques économiques sont devenues moins rigoureuses.

Europe centrale et orientale

Croissance et secteur extérieur

Croissance positive dans toutes les économies en transition

Pour la première fois depuis 1988, le PIB réel de toutes les économies européennes en transition et des ex-républiques soviétiques a progressé. La croissance moyenne a ainsi atteint près de 6% et les taux ont convergé dans l'ensemble de la région. Ce sont les exportateurs de pétrole et de gaz (notamment la Russie) qui bénéficient de l'amélioration la plus marquée, alors que certaines des ex-républiques soviétiques pauvres en ressources et repliées sur elles-mêmes enregistrent une expansion relativement faible. D'une manière générale, la consommation a augmenté moins rapidement que le PIB, tandis que l'investissement s'est sensiblement renforcé en Hongrie, République tchèque, Russie et Ukraine.

Croissance tirée par les exportations et le pétrole

En 2000, la croissance a été essentiellement alimentée par l'extérieur, grâce à l'essor enregistré par l'Union européenne et à la flambée des prix du pétrole. Les soldes courants se sont notablement améliorés, la Russie faisant état d'un fort excédent et la plupart des autres pays en transition ayant réduit leur déficit. Les économies en transition ont profité de l'accroissement de leurs recettes d'exportations pour régler la facture en hausse de leurs importations, mais également pour constituer des réserves et abaisser leur endettement extérieur.

Forte reprise en Russie, due cependant à des facteurs transitoires

En *Russie*, le cours de change effectif réel s'est fortement apprécié, tout en demeurant inférieur d'environ 30% à son niveau antérieur à la crise, ce qui a stimulé la production dans les secteurs tournés vers l'exportation ou soumis à la concurrence des importations. L'amélioration de la rentabilité de ces secteurs a renforcé, à son tour, l'investissement; en effet, comme les marchés financiers russes restent sous-développés, les entreprises ne peuvent compter que sur l'autofinancement. Contrepartie négative de la croissance de l'activité, les réformes structurelles, destinées en particulier à assainir la fiscalité et l'administration publique, ont été de nouveau repoussées. De plus, le fléchissement de l'expansion industrielle et la montée de l'inflation au premier trimestre 2001 indiquent que les effets positifs des prix élevés de l'énergie et de la dévaluation du rouble commencent à s'estomper. L'avenir économique de la Russie reste donc largement tributaire de l'évolution de ces prix et de la compétitivité extérieure.

Inflation, politiques macroéconomiques et chômage

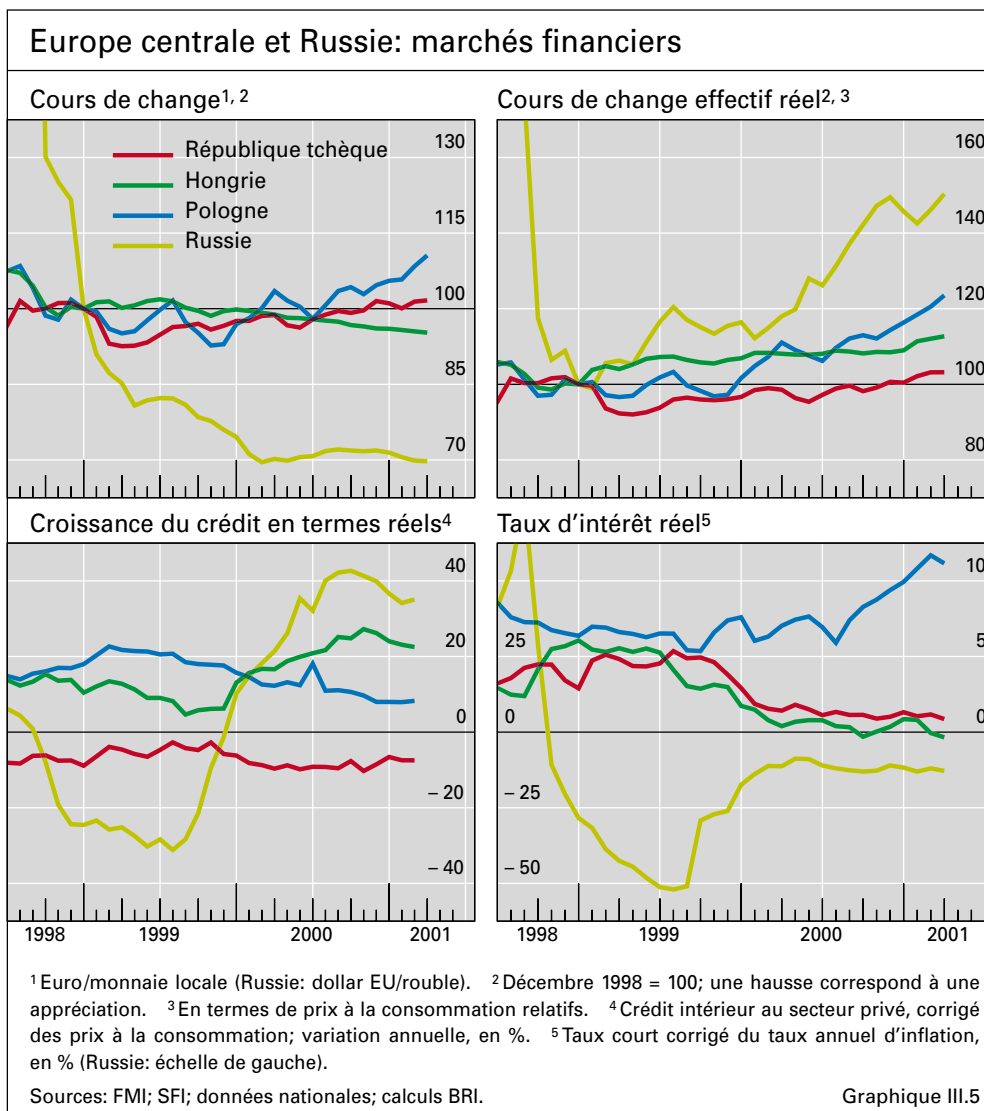
Accélération de l'inflation

L'inflation s'est accélérée dans toute la région, sauf en Russie, en raison surtout de la cherté du pétrole et du gaz. Les coûts se sont également ressentis des ajustements de la TVA, des droits d'accise ainsi que des prix administrés. La plupart des services d'intérêt collectif restant la propriété de l'État, le relèvement de ces prix administrés a été jugé nécessaire pour réduire les déficits du secteur public et rendre plus efficiente l'allocation des ressources, malgré des effets inflationnistes à court terme. En Russie, par contre, le

renchérissement de l'énergie au niveau mondial a permis aux autorités de reporter l'ajustement des prix administrés au début de 2001, ce qui a représenté une subvention implicite aux utilisateurs d'énergie, secteur industriel en particulier.

Grâce au dynamisme de l'activité, les politiques macroéconomiques de la région ont été recentrées pour faire face à d'éventuels signes de surchauffe. En début d'année, la Pologne et la République tchèque ont bénéficié d'abondantes entrées de capitaux, qui ont favorisé l'appréciation du cours de change nominal et ont été l'une des raisons de la mise en flottage du zloty en avril 2000 (graphique III.5). Avec la hausse considérable de la facture des importations de pétrole et le raffermissement de la demande intérieure, les déficits commerciaux se sont creusés ou sont demeurés élevés. Face à cette situation, la banque centrale de Pologne a relevé les taux d'intérêt de 250 points de base entre janvier et août 2000. Elle s'est montrée réticente, en outre, à les abaisser ultérieurement, dans le souci notamment de préserver sa crédibilité, étant donné que ses objectifs d'inflation n'avaient pu être atteints deux années de suite. Au surplus, comme elle jugeait la politique budgétaire

Interaction entre
taux d'intérêt et
cours de change



trop expansionniste, elle n'a réduit les taux qu'après l'annonce d'un budget relativement rigoureux pour 2001. À l'inverse, les autorités de la *République tchèque* n'ont pas modifié les taux nominaux, car, d'une part, le renforcement de la couronne a éloigné la menace inflationniste et, d'autre part, ce pays ne s'est pas encore complètement remis de la longue récession de 1997–99. En *Hongrie*, la banque centrale a augmenté ses taux au jour le jour en octobre, face à des signes de poussée inflationniste. Elle a précisé qu'elle aurait préféré laisser le forint s'apprécier en élargissant la bande de fluctuation de change, compte tenu de l'excellente compétitivité du secteur manufacturier; cependant, le gouvernement était d'avis qu'un tel élargissement serait prématuré et risquait de freiner la progression des exportations.

Expansion de la demande de monnaie en Russie

En Russie, les recettes pétrolières abondantes et les tensions sur le rouble ont permis à la banque centrale de se procurer plus de \$16 milliards de réserves en 2000, ce qui s'est traduit par une expansion de 60% de la base monétaire. Les conséquences inflationnistes possibles de cette expansion ont été atténuées par une recrudescence de la demande de monnaie, mais ses implications ont été potentiellement graves pour la stabilité des banques; en effet, les taux d'intérêt réels sont restés négatifs et le secteur bancaire ne dispose pas des compétences nécessaires pour accorder d'importants volumes de prêts dans le respect des règles prudentielles.

Progression des recettes ainsi que des dépenses budgétaires

Les politiques budgétaires ont été pour la plupart accommodantes: les États baltes ont réduit sensiblement leur déficit, alors qu'en Hongrie celui-ci n'a quasiment pas varié par rapport à 1999. Celui de la République tchèque s'est creusé, passant à 5% du PIB, en raison du coût du sauvetage de la troisième banque commerciale du pays. De son côté, la Russie a enregistré un important excédent budgétaire en 2000, bien qu'une bonne partie de l'accroissement de ses recettes pétrolières ait servi à combler des arriérés de rémunérations et à relever les salaires et pensions minimaux.

Croissance de l'emploi encore faible

La vigoureuse expansion économique a peu profité aux marchés de l'emploi des économies en transition. La Hongrie et la République tchèque, pourtant, ont réussi à maintenir le chômage sous la barre des 10%, tandis que ce taux s'est inscrit entre 15 et 25% en moyenne dans les autres pays de la région. L'amélioration de la productivité du travail dans l'industrie a avoisiné 15% en moyenne, mais, à l'exception de la Hongrie, elle s'explique essentiellement par des réductions d'effectifs. En Russie, cependant, l'emploi s'est sensiblement redressé et le chômage est descendu de deux points, à 10%. Malgré la progression de 10% des revenus réels, les salaires réels sont restés en deçà de leurs niveaux antérieurs à la crise.

La réforme du marché du travail passe par la déréglementation et une refonte de la fiscalité

Les chiffres relativement satisfaisants de la création d'emplois en Hongrie montrent que, outre le maintien de la stabilité macroéconomique et la capacité d'attirer les investissements étrangers, les principaux ingrédients d'une bonne stratégie pour l'emploi sont la déréglementation du marché du travail et la refonte de la fiscalité. Avec des emplois très protégés dans le secteur formel et des salariés du secteur parallèle échappant souvent à l'impôt, les cotisations sociales des employeurs déclarants ont fréquemment représenté de 15 à 20% du PIB, contre 9% dans les pays d'Europe occidentale. Cette asymétrie de la charge fiscale, conjuguée à la rigidité de la législation correspondante, alourdit

sensiblement le coût et le risque de nouvelles embauches dans le secteur formel. Au surplus, compte tenu de la pression du chômage sur les budgets publics, il importe d'opter pour une politique monétaire relativement restrictive, ce qui éloigne encore la possibilité de recourir à des stratégies de croissance.

Crise en Turquie

Suite à l'adoption d'un plan de lutte contre l'inflation, fin 1999, la croissance s'est accélérée et les marchés financiers ont repris confiance. En 2000, selon les estimations, la production a progressé de 6%, après un recul de 5% l'année précédente. Fin octobre, l'inflation était retombée à 44% (contre une moyenne annuelle de 65% en 1999) et les taux d'intérêt au jour le jour étaient revenus à 26%. Ce plan avait pour objectif premier de ramener l'inflation au-dessous de 10% d'ici 2003, au moyen de réformes structurelles destinées à réduire les dépenses publiques et de l'introduction d'un système de change à parité glissante. Le service de la dette publique avoisinant 14% du PIB fin 1999, ces mesures étaient très sensibles à l'évolution du climat sur les marchés et à tout retard par rapport au rythme présumé des réformes structurelles.

La désinflation passe par des réformes structurelles

Malheureusement, la flambée des prix du pétrole, la vulnérabilité des banques locales, dans un contexte de décrue de l'inflation et des taux d'intérêt, ainsi que les retards accusés par la privatisation des principaux actifs publics ont progressivement détérioré les conditions d'exécution du plan. En outre, l'inflation n'a pas baissé assez rapidement pour éviter une dégradation de la compétitivité internationale, de sorte que le déficit courant s'est creusé à près de 5% du PIB en 2000. Fin novembre, les taux d'intérêt du marché ont donc fortement augmenté et la liquidité s'est tarie sur l'interbancaire, provoquant la faillite d'une banque de moyenne importance. La crise qui a suivi a été résorbée grâce aux \$10 milliards débloqués par le FMI, dans le cadre d'un plan visant à remettre en œuvre les réformes structurelles.

La crise de novembre s'est résorbée rapidement ...

Début 2001, des différends politiques ont de nouveau conduit les investisseurs turcs et étrangers à se demander si le gouvernement bénéficiait d'un crédit suffisant auprès de l'opinion pour mettre en œuvre les mesures nécessaires permettant de restructurer un secteur bancaire précaire et de juguler l'inflation. La dégradation de la confiance des investisseurs s'est traduite par des sorties massives de capitaux et une forte hausse des taux d'intérêt, ce qui a contraint les autorités à abandonner, fin février, leur système de change. En laissant flotter la livre, la banque centrale a pu fournir davantage de liquidités, et la monnaie turque, en même temps que les cours des actions et obligations, s'est stabilisée fin mars à un niveau inférieur de quelque 30 à 40% à celui d'avant la crise.

... mais les fragilités sous-jacentes demeurent

Cette crise a coûté cher et laissé une profonde empreinte sur le secteur public. Même si les exportations de biens et le tourisme sont appelés à bénéficier du repli de la livre, la Turquie pourrait enregistrer un recul de la production en 2001. À brève échéance, il semble que l'inflation devrait s'aggraver nettement, car les modifications de change ont traditionnellement des effets considérables à cet égard dans ce pays. En outre, avec un encours

La crise de février a coûté cher

de dette extérieure à court terme estimé à 14% du PIB fin 2000, le poids du service en monnaie locale a augmenté d'un tiers depuis la dépréciation en février 2001. Enfin, les prêts non productifs des banques commerciales reprises par l'État sur les deux dernières années se chiffraient à \$12 milliards. Pour stabiliser son économie en 2001, le pays doit donc impérativement négocier un accord de report de dette et élaborer un projet crédible de réforme du système bancaire.

Le processus inflationniste dans les économies émergentes

Forte décline de l'inflation dans la deuxième moitié des années 90

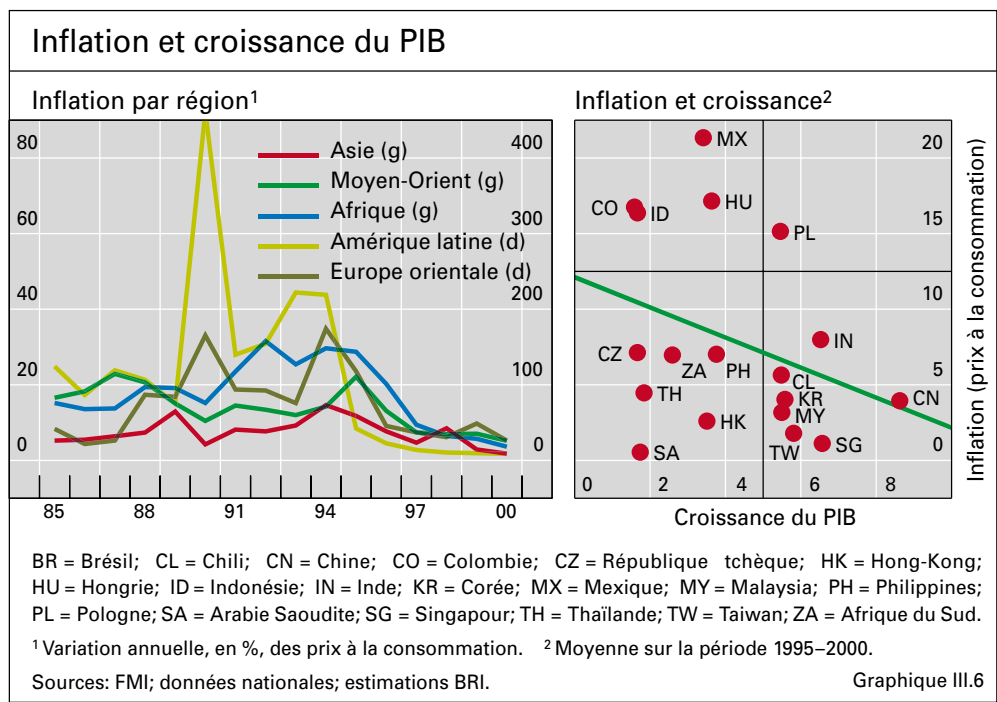
Il convient de porter au crédit de la politique macroéconomique appliquée récemment par les marchés émergents la réussite enregistrée sur le front de l'inflation. Les taux élevés (de l'ordre de 30 à 100%) ont quasiment disparu dans les principales économies et la fourchette intermédiaire (15-30%) ne comprend plus aujourd'hui qu'un petit nombre de pays. En fait, beaucoup atteignent ou avoisinent régulièrement des chiffres comparables à ceux des pays industriels.

Pendant les années 90, de nombreux pays ont profondément modifié leurs structures et politiques, à la suite, souvent, de crises financières. Ce sont les politiques monétaires et de change qui ont été l'objet des mutations les plus marquantes. En outre, l'allègement considérable des déficits budgétaires, la libéralisation des prix, les réformes des marchés et l'accélération de la mondialisation sont autant de facteurs qui ont largement influé sur l'inflation (voir chapitre II pour les analogies avec les pays industriels). Néanmoins, la conduite de la politique monétaire dans un contexte de faible hausse des prix ne va pas sans poser de problèmes: il faut non seulement faire reculer l'inflation, mais aussi l'ancrer à un bas niveau. Sachant que le reflux constaté a renforcé la crédibilité des banques centrales, leur tâche s'en trouvera facilitée.

Principaux aspects de la baisse récente de l'inflation

Un phénomène étendu comportant des avantages à plus long terme

Ce processus de désinflation présente plusieurs aspects intéressants. Tout d'abord, comparé à de brefs épisodes antérieurs, le récent repli a touché davantage de pays (graphique III.6, partie gauche) et s'inscrit dans le cadre de l'évolution mondiale décrite au chapitre II. Deuxièmement, il s'est généralement accompagné d'un recentrage de la politique monétaire sur la stabilité des prix et, dans de nombreux cas, de l'adoption d'un objectif d'inflation. Troisièmement, le coût de la désinflation en termes de production diffère considérablement d'un pays à l'autre et semble corrélé négativement au niveau initial de l'inflation. La comparaison, à l'échelle internationale, de la relation entre croissance et hausse des prix pendant la deuxième moitié des années 90 (graphique III.6, partie droite) n'en suggère pas moins que la maîtrise de l'inflation finit par générer des gains de production durables, bien supérieurs aux coûts temporaires engagés pour obtenir ce résultat. Ce phénomène est particulièrement évident dans les économies d'Asie, qui ont su allier faible inflation et forte croissance durant la majeure partie de la dernière décennie.



Le rythme de la désinflation varie sensiblement d'une région et d'un pays à l'autre. Dans les économies d'Asie, habituellement peu touchées par l'inflation, son niveau est revenu entre 2 et 5%, voire au-dessous de zéro, dans la deuxième moitié de la décennie 90. La contraction de la production a joué un rôle essentiel à cet égard, en contrebalançant largement les effets de l'alourdissement du déficit budgétaire et de la dépréciation du change. De son côté, l'Amérique latine bénéficie depuis quelques années d'une désinflation particulièrement rapide, à partir de chiffres modérés ou élevés, aboutissant à moins de 5% dans certains pays. En Argentine, les prix sont même en repli depuis deux ans. Le fléchissement de l'inflation dans la région a été précédé par d'importants changements macroéconomiques: adoption de régimes de changes fixes, abandon de l'indexation des salaires et des prix et forte réduction des déficits budgétaires. Plus récemment, plusieurs pays ont délaissé le régime traditionnel de parités fixes ou glissantes en faveur d'une stratégie plus explicite de lutte contre l'inflation, avec notamment la fixation d'un objectif à cet égard.

Désinflation à des rythmes différents

Les pays d'Europe centrale et orientale ont connu un scénario différent durant la majeure partie des années 90. L'inflation y a été influencée, en effet, par le vaste mouvement de libéralisation des prix qui a suivi le passage à l'économie de marché. Si les prix relatifs sont toujours en phase d'ajustement, nombre de ces pays ont néanmoins quitté la zone d'inflation modérée, en stabilisant les salaires et en resserrant leurs politiques budgétaire et monétaire. Dans les grandes économies d'Europe centrale, la lutte contre l'inflation a été motivée par la perspective d'adhésion à l'Union européenne. Dans un registre différent, plusieurs économies en transition indépendantes depuis peu ont opté pour un système de caisse d'émission pour combattre l'inflation. Sur le continent africain également, le repli a été assez général;

Ajustements des prix relatifs dans les économies en transition

ainsi, en Afrique du Sud, la hausse des prix s'est réduite de moitié par rapport au début des années 90.

Facteurs de désinflation

Des écarts de PIB négatifs ont contenu l'inflation

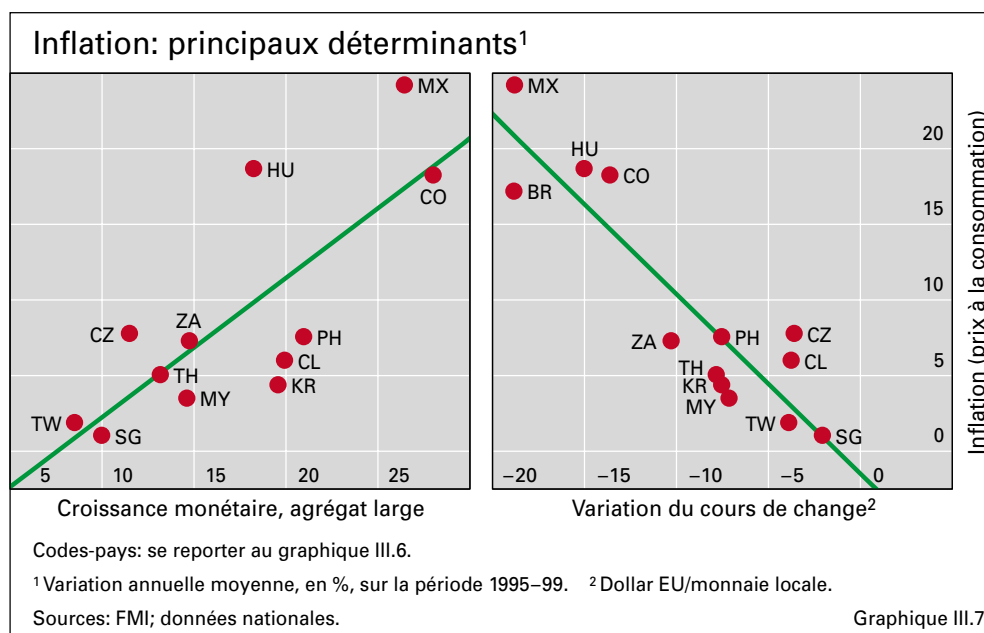
Comment s'explique la désinflation dans les économies émergentes? Le premier facteur réside dans la faiblesse de la demande, la production effective s'étant révélée inférieure à son niveau potentiel dans de nombreux pays durant la deuxième moitié des années 90, et surtout après la crise asiatique de 1997-98. Comme les entreprises sont souvent contraintes de réduire leurs marges en période de ralentissement conjoncturel, cette explication laisse penser que l'inflation pourrait se raviver avec la reprise de la demande.

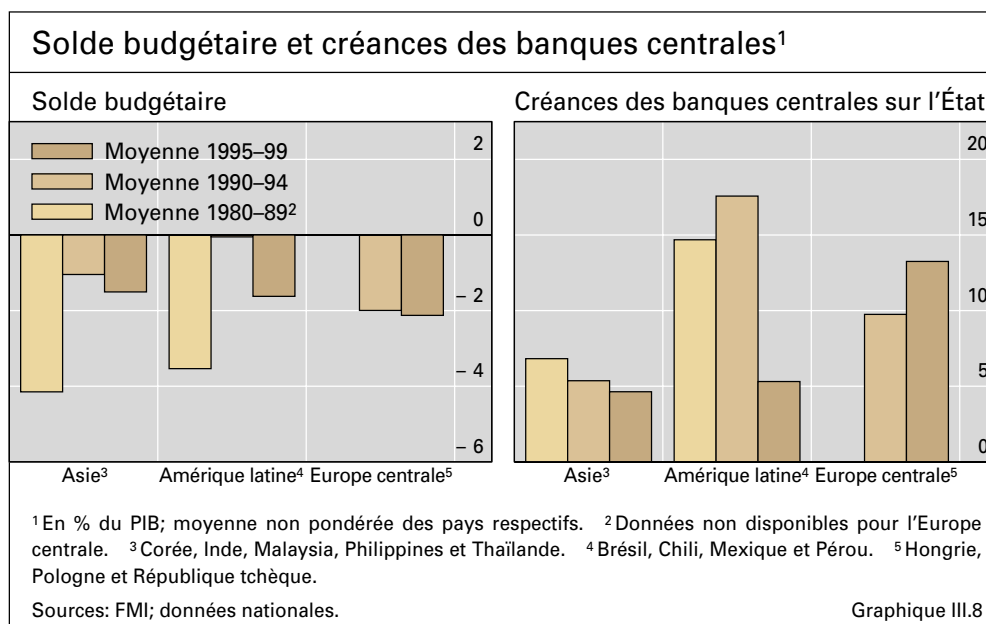
Expansion monétaire moins rapide

Parmi les autres causes plausibles figure le lien entre les chiffres de l'inflation et l'expansion monétaire. Dans les pays à faible hausse des prix, cette expansion a été généralement modeste (graphique III.7). Cependant, les taux annuels de croissance monétaire ont été affectés par une forte volatilité et n'apparaissent pas vraiment conformes au récent recul de l'inflation. Dans de nombreuses économies d'Asie, par exemple, la progression de la masse monétaire au sens large ne s'est pas notablement ralentie ces dernières années, alors que l'inflation a diminué. La raison en est peut-être la demande accrue de monnaie, suite au développement des marchés financiers en Asie, qui peut avoir relevé le seuil de l'expansion monétaire non inflationniste.

Élément moteur: la politique budgétaire

Ce qui semble plus avéré, c'est que le tassement de l'inflation a d'abord été précédé, en général, d'ajustements budgétaires puis de profondes réformes de la fiscalité et des dépenses publiques, parfois assorties d'un programme de stabilisation budgétaire à moyen terme. L'assainissement des finances publiques a été particulièrement net en Amérique latine (graphique III.8), où une forte inflation chronique allait fréquemment de pair avec la monétisation d'importants déficits. Dans toutes les régions, le développement du système financier a eu également tendance à dissocier





l'évolution monétaire des problèmes budgétaires temporaires, en permettant de couvrir sur le marché les besoins de financement publics. Un déficit ramené à un niveau modeste, outre qu'il atténue le penchant inflationniste de la politique budgétaire, peut, s'il résulte d'une réforme de la fiscalité et des dépenses, contribuer à générer des effets positifs au niveau de l'offre.

Les cours de change ont toujours joué un rôle important dans le processus inflationniste des économies émergentes, notamment celles (essentiellement en Amérique latine) qui sont confrontées depuis longtemps à une inflation élevée et à des mouvements de capitaux volatils. Les répercussions des fluctuations de change sur les prix intérieurs dépendent non seulement des conditions concurrentielles dans lesquelles évoluent les entreprises et de la phase du cycle conjoncturel, mais aussi de la nature permanente ou temporaire de ces variations. Dans le passé, de nombreux pays ont adopté des régimes de changes fixes qui faisaient office d'ancrages nominaux pour contenir l'inflation. Les changes fixes ont ainsi contribué à faire baisser l'inflation (ne serait-ce que provisoirement) par rapport à ses hauts niveaux dans beaucoup d'économies d'Amérique latine et d'Europe centrale. Ils ont également permis aux économies de l'Est asiatique de bénéficier d'une inflation faible et stable avant la crise de 1997-98.

Le recours à un ancrage de la monnaie pour lutter contre la hausse des prix n'était pas sans risque. Dans de nombreux pays, la Turquie en étant l'illustration la plus récente, cette méthode a nui à la compétitivité internationale et aggravé le déficit courant, au point de le rendre insoutenable. En raison de la sensibilité des régimes à parité fixe aux attaques contre la monnaie, en cas surtout de fragilité du système bancaire et d'intensification des mouvements de capitaux, une évolution s'est produite en faveur soit d'un change plus souple, soit d'un rattachement rigide. La majorité des pays ont opté pour la première solution. Ceux qui ont choisi la seconde (caisse d'émission ou dollarisation) ont accepté de renoncer ainsi à une grande part

Rôle des régimes de change

Le passage à un régime de change flexible ...

de leur indépendance en termes de politique monétaire. En revanche, ceux qui ont préféré un change flexible ont conservé une place pour la stratégie monétaire. Mais, s'ils ont admis le principe du flottement, ils ont souvent recherché un compromis entre l'objectif de compétitivité internationale et la nécessité de limiter les pressions du change sur les prix intérieurs. À cet effet, ils ont généralement pratiqué des interventions sur le marché des changes et/ou joué sur les taux directeurs.

... a été suivi
d'une dépréciation
modérée ...

Le récent passage aux régimes de changes flexibles ne s'est toutefois pas accompagné d'une montée de l'inflation. Cette absence de réaction n'a pas manqué de surprendre en Amérique latine, étant donné que, traditionnellement, toute dépréciation affectait immédiatement les anticipations d'inflation. Elle s'explique notamment par le fait que cette récente transition, survenue en pleine crise, a aussi coïncidé avec des capacités de production excédentaires et un mouvement mondial de désinflation, compensant en partie son impact direct sur la hausse des prix à la consommation. En outre, comme évoqué précédemment, de nombreux pays sont parvenus à empêcher une dépréciation substantielle de leur monnaie, malgré leur intention déclarée de la laisser flotter (chapitre V).

... et de
répercussions
tempérées

Par ailleurs, il se peut qu'un dosage crédible de politiques monétaire et budgétaire axées sur la stabilité ait eu un effet positif sur les anticipations en matière de salaires et de prix. Le regain de prudence budgétaire en Amérique latine, mentionné ci-dessus, y a été pour beaucoup. Enfin, pendant la dernière décennie, de nombreux pays ont mis en œuvre de vastes réformes structurelles pour accroître la concurrence au niveau national. L'intégration progressive des marchés émergents à l'économie mondiale a constitué à cet égard une évolution particulièrement importante. En conséquence, la capacité pour les entreprises de répercuter le coût des importations sur leurs prix, en cas de baisse de la monnaie, s'est trouvée nettement limitée (chapitre II). À mesure que la nouvelle économie se développera sur les marchés émergents, ces pressions mondiales devraient s'intensifier.

Maîtriser l'inflation

L'analyse qui précède incite à se demander si les faibles niveaux actuels de l'inflation peuvent perdurer. En d'autres termes, les modifications des politiques macroéconomiques ont-elles sensiblement atténué le risque d'un retour à une forte inflation?

Maîtriser l'inflation
sans négliger
les risques
budgétaires

Pour éviter toute rechute, il importe de commencer par éliminer les aspects potentiellement inflationnistes de la politique budgétaire. L'application active de la politique budgétaire pour soutenir la croissance en période de récession doit être suivie de mesures visant à réduire les déficits dès l'amorce de la reprise. L'alourdissement du service de la dette résultant de la recapitalisation coûteuse du secteur bancaire et de l'augmentation correspondante de la dette publique pourrait compromettre la crédibilité de l'orientation budgétaire, surtout dans certaines économies de l'Est asiatique bénéficiant jusque-là d'une situation équilibrée dans ce domaine. De surcroît, la lenteur des privatisations et la résistance politique à des corrections plus substantielles de la fiscalité et des dépenses publiques ont freiné les

réformes budgétaires. Ces facteurs amènent à douter de la viabilité à long terme de l'orientation budgétaire, ce qui porte atteinte à la crédibilité des stratégies mises en œuvre et met en cause la capacité de maintenir une faible inflation.

Une autre question essentielle est de savoir dans quelle mesure le recul de l'inflation a créé une dynamique anti-inflationniste. D'une manière générale, la nécessité d'une indexation des salaires et des prix se fait moins forte à mesure que l'inflation diminue, car il n'est plus nécessaire alors de se prémunir contre une ample hausse des prix. Puisque les anticipations d'inflation s'éloignent également, les augmentations des salaires nominaux reflètent mieux les gains de productivité, ce qui atténue les pressions en faveur d'un rattrapage des salaires. En outre, les producteurs hésitent davantage à répercuter leurs surcoûts temporaires sur les prix. En corollaire, un environnement stable de faible inflation accroît la transparence des mouvements des prix relatifs, ce qui rend les consommateurs plus réactifs aux variations des prix et avive la concurrence entre entreprises. Cet effet est plus ou moins puissant, selon que les agents économiques perçoivent cette baisse de l'inflation comme permanente ou non.

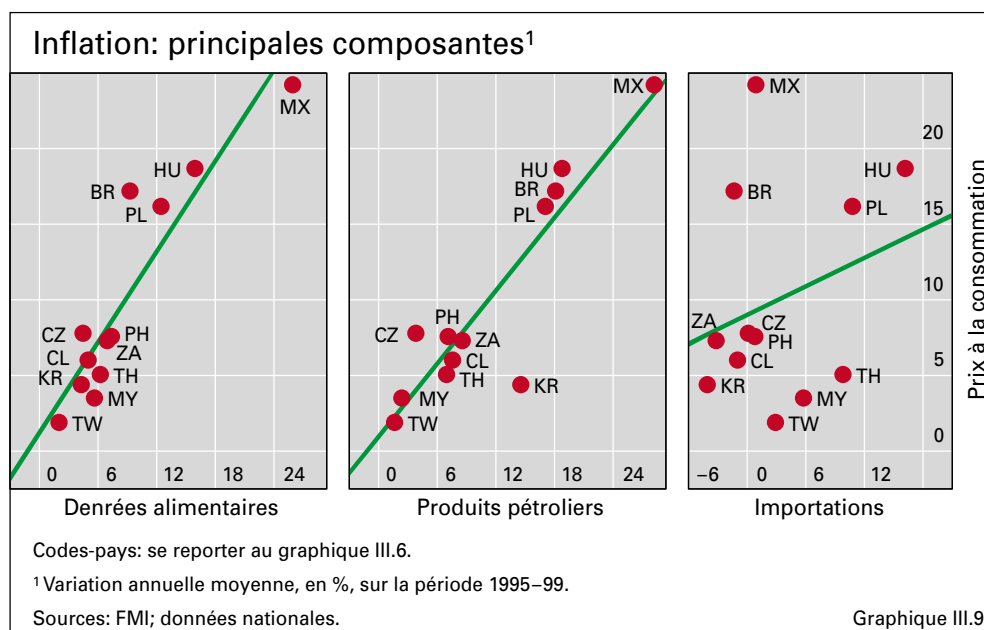
En vue de limiter les risques inflationnistes, certains pays ont récemment adopté un objectif d'inflation, ce qui offre plusieurs avantages. Premièrement, l'engagement de la politique monétaire envers la stabilité des prix est particulièrement important dans les pays habitués aux excès budgétaires et à des carences dans la gestion monétaire. L'objectif d'inflation devrait aider les banques centrales à résister aux pressions politiques et les inciter à assurer la cohérence durable de leur objectif. Deuxièmement, les banques centrales peuvent utiliser la transparence de cet objectif et l'obligation de résultat à cet égard pour promouvoir la communication avec le public, de manière à obtenir son adhésion à leur lutte contre l'inflation et en renforcer ainsi la crédibilité. Troisièmement, une fois la hausse des prix maîtrisée, le caractère prospectif de cette approche permet aux banques centrales de calmer les anticipations d'inflation à long terme. Il s'agit là d'un avantage indéniable car, en particulier pour l'Amérique latine, un recul effectif de l'inflation ne semble pas suffisant pour réduire d'autant les anticipations intégrées dans les taux obligataires nominaux.

Cependant, pour que ces avantages se concrétisent, plusieurs conditions doivent être remplies. Le système financier doit notamment être suffisamment solide pour s'adapter aux modifications des taux d'intérêt par la banque centrale. De plus, il faut que le régime de change soit assez souple pour absorber des chocs exogènes, mais sans être volatil au point de menacer la stabilité des prix. Le risque de conflit entre les objectifs internes et externes est particulièrement élevé dans les pays plus exposés aux chocs extérieurs et présentant, envers l'étranger, un important volume d'engagements non couverts. En outre, fixer un objectif d'inflation implique de bien connaître les variables qui génèrent l'inflation. La modélisation de ce processus constitue une difficulté en soi, en raison du manque de données, de l'extrême volatilité de certaines composantes et d'une connaissance imparfaite du mécanisme de transmission de la politique monétaire.

La crédibilité des politiques est un élément crucial

L'objectif d'inflation peut être bénéfique à long terme ...

... mais ne règle pas tous les problèmes



La capacité de préserver le faible taux d'inflation actuel dépend aussi des facteurs d'offre à court terme. L'inflation a tendance à être plus sensible aux prix des importations (pétrole notamment) que dans les pays industriels, car les économies émergentes sont davantage tributaires des produits achetés à l'étranger. En outre, les cours des denrées alimentaires pâtissent énormément des chocs dans le domaine agricole, ce qui les rend volatils. Les modifications des prix administrés peuvent également peser sur les prix relatifs et sur le niveau moyen d'inflation. Cela a été particulièrement vrai dans les économies en transition, où le vaste mouvement de libéralisation des prix du début des années 90 a immédiatement provoqué une élévation du niveau général des prix et, dans certains cas, une poussée prolongée d'inflation résultant d'une politique monétaire accommodante. Toutefois, les pays qui ont maintenu des prix administrés artificiellement bas font face aujourd'hui à un problème de rattrapage analogue.

Le graphique III.9 compare, pour divers pays, la relation entre les variations des prix des produits alimentaires, du pétrole et des importations, d'une part, et le taux d'inflation pour l'ensemble de l'économie, d'autre part, dans la deuxième moitié des années 90. Il apparaît que, dans plusieurs cas, des chocs d'offre favorables ont largement contribué au reflux récent de l'inflation. Cependant, comme ces facteurs sont réversibles, ils compliquent la tâche des banques centrales à l'égard de la stabilité des prix. Cela pourrait conduire à penser que les composantes volatiles de l'offre sont à exclure de l'objectif d'inflation, mais une telle attitude risque d'accroître la confusion dans l'esprit du public sur la notion de stabilité des prix.

Éviter des objectifs d'inflation irréalistes

Face à une telle complexité, un large consensus s'est fait jour pour que les pays industriels comme les économies émergentes se gardent de vouloir atteindre un objectif d'inflation dans des délais trop brefs. En effet, un objectif irréaliste ou défini dans une fourchette trop étroite exigerait d'amples mouvements des taux d'intérêt, surtout lorsque l'économie est affectée par

des chocs d'offre défavorables. Les économies émergentes doivent apporter un soin tout particulier à cet arbitrage entre la stabilité des prix et celle des taux d'intérêt. Tout échec à l'égard d'un objectif d'inflation explicite peut nuire à la crédibilité des autorités monétaires, mais les modifications de taux d'intérêt qu'impose cet exercice peuvent avoir de graves répercussions sur l'économie, surtout si le système bancaire est fragile.