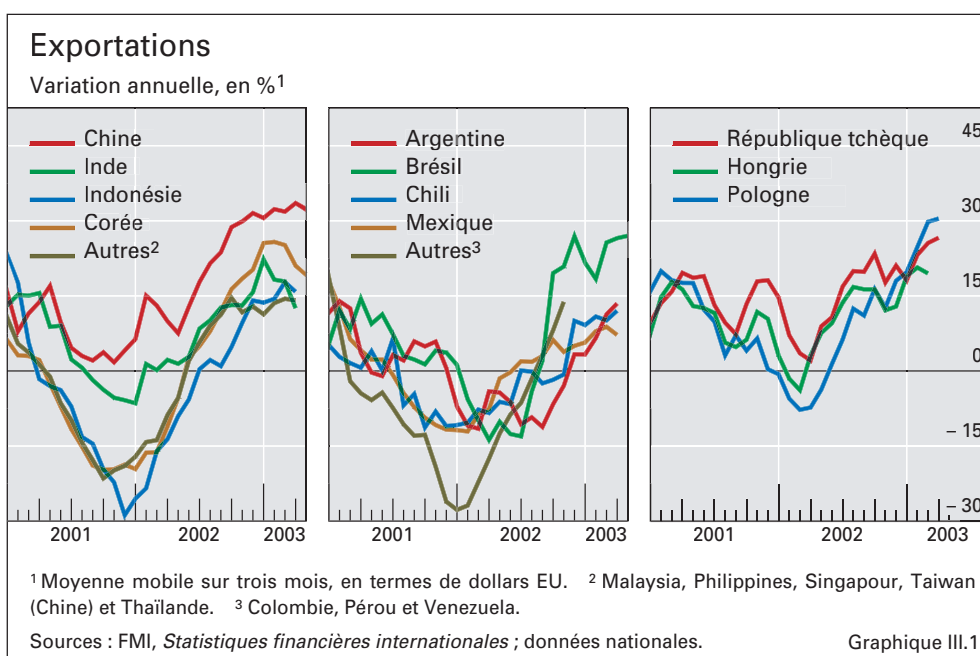


III. Évolution dans les économies émergentes

Faits marquants

La reprise modérée, mais irrégulière, enregistrée dans les pays développés en 2002 s'est accompagnée de taux de croissance très contrastés dans les économies émergentes, en raison de la diversité de la demande et des difficultés de financement extérieur. L'expansion relativement marquée en Asie et dans les pays d'Europe centrale et orientale (PECO) s'est appuyée sur une remontée générale des exportations (graphique III.1, tableau III.1), malgré la faiblesse de l'activité dans les pays développés. Bien que toujours stimulée par la demande en provenance de Chine, la progression des exportations s'est ralentie en Asie début 2003. Dans les PECO, elle a été soutenue par l'élargissement des débouchés. En Amérique latine, en revanche, des difficultés de financement ont contribué à freiner, voire à inverser, le rythme de croissance, à comprimer les importations et à réduire les déficits des paiements courants (tableau III.1). Au second semestre 2002, cependant, à la suite d'importantes dépréciations monétaires en termes réels, les exportations ont ravivé la croissance dans la région ; au dernier trimestre, les conditions de financement extérieur se sont améliorées, tendance qui s'est poursuivie les trois premiers mois de 2003.

Selon les prévisions consensuelles, l'activité devrait redémarrer légèrement en Amérique latine, si les exportations continuent de croître et que le récent assouplissement des conditions de financement extérieur se confirme. La croissance s'est cependant notablement ralentie en Asie, en



Croissance, inflation et solde des paiements courants									
	PIB réel ¹			Prix à la consommation ¹			Paiements courants ²		
	Moyenne 1998–2001	2002	2003	Moyenne 1998–2001	2002	2003	Moyenne 1998–2001	2002	2003
Asie ³	5,4	6,2	5,8	2,8	1,1	2,1	3,7	2,9	1,9
Chine	7,5	8,0	7,2	-0,3	-0,7	0,4	2,1	2,1	1,1
Corée	3,9	6,3	4,2	3,6	2,8	3,5	5,3	1,3	0,2
Hong-Kong RASS	2,0	2,2	1,7	-1,7	-3,0	-2,2	4,1	9,7	10,5
Inde	5,5	4,4	5,8	5,2 ⁴	2,3 ⁴	4,9 ⁴	-0,8	0,7	0,3
Indonésie	-1,7	3,7	3,5	21,9	11,9	8,2	4,6	4,1	3,0
Malaysia	1,7	4,1	3,8	2,7	1,8	1,6	11,5	7,7	6,8
Philippines	2,6	4,6	3,6	6,7	3,1	3,9	7,8	5,7	3,3
Singapour	3,2	2,2	2,1	0,7	-0,4	0,8	21,0	21,5	20,9
Taiwan, Chine	3,4	3,5	2,9	0,8	-0,1	0,1	3,4	9,1	6,6
Thaïlande	-0,1	5,2	4,2	2,9	0,5	1,9	9,0	6,1	4,7
Amérique latine ³	1,7	-0,6	1,5	7,7	9,4	10,3	-3,1	0,2	0,1
Argentine	-1,0	-10,9	4,6	-0,6	25,9	12,7	-3,6	8,8	7,1
Brésil	1,7	1,5	1,9	5,5	8,4	12,2	-4,4	-1,7	-0,8
Chili	2,8	2,1	3,4	4,0	2,4	3,2	-2,2	-0,8	-1,0
Colombie	0,2	1,5	2,2	12,3	7,2	6,4	-1,4	-1,8	-2,5
Mexique	3,7	0,7	2,2	11,6	5,1	4,2	-3,1	-2,2	-2,5
Pérou	1,1	5,2	4,0	4,1	0,2	2,4	-3,5	-2,0	-2,0
Venezuela	-0,0	-8,9	-13,7	21,7	22,4	44,7	3,9	9,6	8,6
PECO ⁵	2,8	3,5	3,7	12,3	6,1	5,4	-4,8	-4,1	-4,2
Hongrie	4,5	3,3	3,5	10,8	5,3	4,8	-3,5	-4,0	-4,7
Pologne	3,5	1,3	2,8	8,6	1,9	1,2	-5,5	-3,6	-3,6
République tchèque	1,4	2,0	2,5	5,3	1,8	0,9	-3,7	-5,3	-5,6
Russie	3,9	4,3	4,8	36,6	16,3	13,3	10,2	9,5	7,4
Turquie	-0,6	7,8	3,8	64,3	45,0	28,1	-0,8	-1,0	-1,8
<i>Pour mémoire :</i>									
<i>Pays du G 7</i>	2,5	1,6	1,7	1,8	1,3	1,8	-1,0	-1,5	-1,6

2003 : chiffres établis sur la base des prévisions consensuelles de mai et du FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*.

¹ Variation annuelle, en %. ² En % du PIB. ³ Moyenne pondérée des pays cités, sur la base des PIB et PPA de 2000. ⁴ Prix de gros. ⁵ Moyenne simple des pays suivants : Bulgarie, Croatie, Hongrie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Slovaquie et Slovénie.

Sources : FMI ; OCDE ; © Consensus Economics ; données nationales ; estimations BRI. Tableau III.1

raison de la persistance des incertitudes géopolitiques et de la dissémination du virus SRAS. À l'opposé, elle devrait s'accélérer dans les PECO et en Afrique (tableaux III.1 et III.8).

L'ampleur du déficit budgétaire représente un défi majeur dans plusieurs PECO, surtout en perspective de l'adhésion à l'UE. Pour divers pays d'Amérique latine également, la politique à mettre en œuvre appelle des décisions difficiles : dans certains, le poids élevé et croissant de la dette exige un ajustement budgétaire ; dans d'autres, notamment là où l'objectif d'inflation a été récemment dépassé, la tâche consistera à freiner les anticipations d'accélération de la hausse des prix. Dans les deux cas, les autorités disposeront d'une marge de manœuvre très limitée pour stimuler la demande intérieure en présence de nouveaux chocs.

Évolution des balances des paiements

L'excédent global des paiements courants des économies émergentes a progressé de \$30 milliards en 2002. Les excédents se sont vivement accrus en Asie, tandis que les déficits se sont réduits en Amérique latine. Dans le même temps, les flux de capitaux privés vers les économies émergentes ont plus que doublé (tableau III.2). Les entrées de capitaux ont augmenté en Asie et dans les économies en transition (Communauté des États Indépendants et Mongolie comprises), mais ont chuté en Amérique latine, créant d'importantes difficultés de financement extérieur dans plusieurs cas.

L'augmentation des excédents des paiements courants et des entrées de capitaux a eu pour principale contrepartie une importante hausse des réserves officielles, qui ont progressé de \$90 milliards. Elles ont pratiquement doublé en Asie, atteignant \$167 milliards en 2002 (tableau III.2), mais sont restées quasiment inchangées en Amérique latine. Cette évolution reflète globalement les tendances observées depuis la crise de 1997 en Asie. Pour cette région (pays cités dans le tableau III.1), le ratio médian réserves/PIB est passé de 12 %

Augmentation des excédents et des entrées de capitaux en Asie ...

... ainsi que des réserves officielles

Économies émergentes ¹ : balance des paiements				
En milliards de dollars EU				
	Moyenne 1995-96	Moyenne 1997-2000	2001	2002
Solde des paiements courants	92	9	84	114
Asie	-34	77	78	102
Amérique latine	-39	-65	-53	-17
Économies en transition	-9	-8	12	10
Moyen-Orient et Turquie	1	15	48	26
Afrique	-11	-9	-0	-8
Flux de capitaux privés	218	69	39	86
Asie	111	-11	16	70
Amérique latine	52	56	35	2
Économies en transition	36	14	21	34
Moyen-Orient et Turquie	9	1	-38	-25
Afrique	11	10	6	6
Variation des réserves ²	-114	-79	-119	-209
Asie	-45	-53	-85	-167
Amérique latine	-26	0	1	-1
Économies en transition	-21	-9	-18	-31
Moyen-Orient et Turquie	-17	-11	-5	-8
Afrique	-5	-6	-12	-1
<i>Pour mémoire : flux de capitaux privés</i>	<i>218</i>	<i>69</i>	<i>39</i>	<i>86</i>
<i>Investissement direct étranger</i>	<i>102</i>	<i>148</i>	<i>171</i>	<i>139</i>
<i>Investissement de portefeuille</i>	<i>72</i>	<i>26</i>	<i>-39</i>	<i>-37</i>
<i>Autres³</i>	<i>44</i>	<i>-105</i>	<i>-93</i>	<i>-17</i>
Financements officiels non compris.				
¹ Pays en développement plus Corée, Israël, Singapour et Taiwan (Chine) ; non compris Hong-Kong RASS. ² Un chiffre négatif indique une augmentation des réserves. ³ Y compris flux bancaires.				
Source : FMI, <i>Perspectives de l'économie mondiale</i> . Tableau III.2				

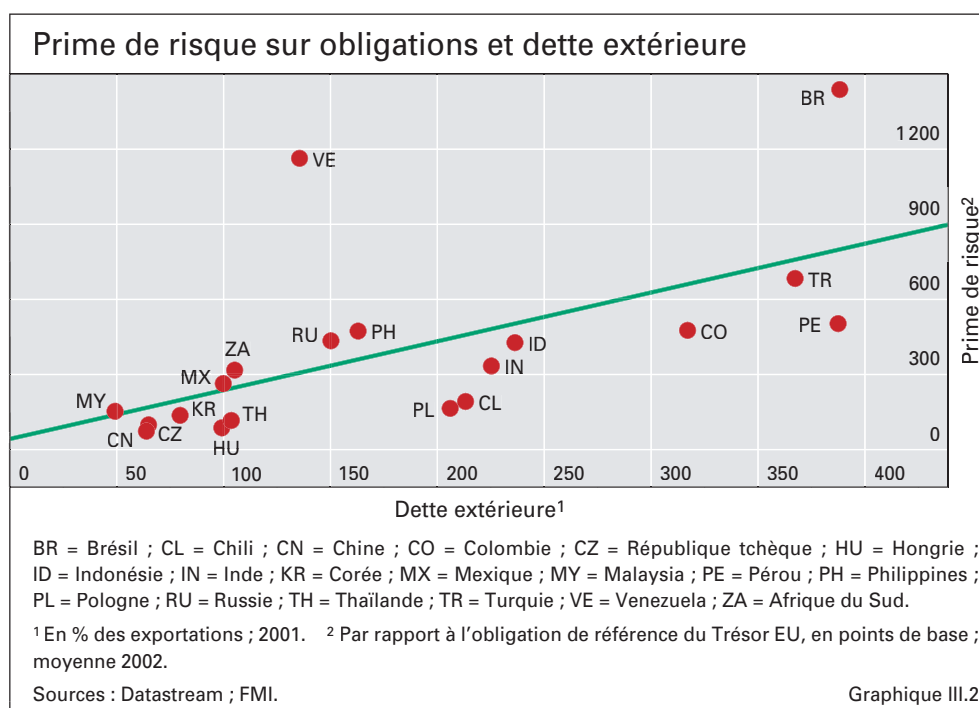
en 1996 à 26 % en 2002, tandis qu'il est demeuré inchangé à 10 % pour l'Amérique latine. L'accumulation de réserves résulte de la conjonction de plusieurs forces et politiques macroéconomiques. Si les banques centrales qui formulent des objectifs explicites à cet égard sont rares, la constitution de stocks importants en Asie semble néanmoins traduire l'action des autorités monétaires pour limiter les fluctuations de change et réduire ainsi la vulnérabilité de leur économie.

La direction des flux de capitaux a été en partie influencée par la situation des marchés des capitaux dans les pays développés : malgré l'abondance de liquidités, due au bas niveau des taux directeurs, les investisseurs ont manifesté un moindre goût pour le risque pendant la majeure partie de 2002 (chapitre VI). Cela a entraîné, à partir du milieu de l'année, une augmentation des primes pour les titres à haut rendement et les emprunteurs souverains, tendance qui s'est ensuite inversée, vers le dernier trimestre, avec l'assouplissement notable des conditions des obligations souveraines.

Bien que l'amélioration du sentiment sur les marchés internationaux des capitaux ait joué dans tous les cas, ce sont les données économiques internes qui ont déterminé l'ampleur de la prime de risque envers chaque pays. Les préoccupations concernant le caractère soutenable de la dette ont été particulièrement sensibles : en 2002, la prime moyenne sur obligations internationales a été positivement corrélée au ratio endettement extérieur/exportations (graphique III.2). Le Brésil et le Venezuela constituent des exceptions à cet égard, avec des primes de risque nettement supérieures, principalement attribuables aux incertitudes politiques croissantes. La vive hausse a commencé, pour le Brésil, dès mai 2002, soit un mois environ avant le durcissement des conditions sur le marché américain des obligations à rendement élevé. Elle s'est cependant inversée à partir du dernier trimestre, après que le gouvernement nouvellement élu eut convaincu les investisseurs de

Les flux ont été influencés par la situation des marchés développés ...

... mais aussi par les données économiques internes



son intention de suivre une politique prudente. Pour le Venezuela, en revanche, les primes sont demeurées importantes, sous l'effet des incertitudes entourant la politique du gouvernement et de la désorganisation de la production pétrolière.

La direction des flux de capitaux, notamment sous forme d'investissement direct étranger (IDE), a en outre tenu compte des différences entre données économiques nationales. La plupart des flux (y compris intrazonales) d'IDE vers l'Est asiatique se sont concentrés sur la Chine, attirés par les opportunités liées à son adhésion à l'OMC et par son nouveau rôle dans l'économie mondiale. Les autres apports aux pays d'Asie ont nettement progressé eux aussi ; ils traduisent en partie un mouvement de retrait de fonds auprès des banques internationales, vraisemblablement destinés à des affectations régionales plus rentables, dans un contexte de forte conjoncture. Les possibilités offertes par les pays candidats à l'Union européenne ont également attiré davantage d'IDE. En revanche, de moindres perspectives de croissance et de gains ont contribué à réduire les flux vers l'Amérique latine.

L'IDE a aussi reflété les données économiques nationales

Asie

En 2002, la croissance a dépassé les attentes dans la plupart des pays d'Asie. Elle a progressé en Chine et en Corée et a redémarré à Hong-Kong RASS (ci-après Hong-Kong) comme en Malaysia, tandis que Singapour et Taiwan, Chine (ci-après Taiwan) ont vu s'inverser la chute de l'activité. La Thaïlande, les Philippines et l'Indonésie ont également connu une phase de vive expansion. En revanche, un certain ralentissement s'est fait sentir en Inde, où la sécheresse a affecté la production agricole. Cet essor de la région a été dû à la demande intérieure, soutenue par des politiques expansionnistes (tableau III.3), ainsi qu'à la forte reprise des exportations pendant une partie de l'année.

En Asie, la croissance a dépassé les attentes ...

Des signes d'affaiblissement de la demande extérieure ont accru l'incertitude sur les perspectives en Asie au premier trimestre 2003 ; elle s'est fortement accentuée en avril et mai, par l'extension du SRAS en Chine, à Hong-Kong et dans d'autres pays de la région. Enfin, les perspectives de croissance en Corée du Sud ont souffert des tensions avec le voisin du Nord et de la faillite d'un grand conglomérat, qui a rejailli sur l'ensemble du secteur financier.

... mais l'incertitude s'est accrue

En dépit de l'incertitude, la Chine a bénéficié d'une croissance très rapide au premier trimestre 2003, conséquence d'investissements publics soutenus en infrastructures, mais aussi sous l'effet d'une hausse marquée de la consommation privée et de l'investissement des entreprises. Celui-ci a été grandement encouragé par l'augmentation des flux d'IDE consécutive à l'adhésion de la Chine à l'OMC en 2001. Dans le même temps, l'élévation des revenus dans les villes a stimulé la consommation des ménages en biens durables et services à forte valeur ajoutée. Le dynamisme de la dépense a donné une impulsion à la production industrielle, tandis que le vif rebond des exportations a également contribué à l'expansion.

Hausse de la dépense privée en Chine ...

En Inde, le recul de la production agricole a ramené la croissance un peu au-dessous de 4 1/2 % l'an dernier, malgré la reprise du secteur industriel et une demande intérieure toujours forte. Les exportations de produits et services ont

... et des exportations de haute technologie en Inde

Asie : demande intérieure (DI) et exportations nettes (EN)										
Contribution, en points de %, à la croissance du PIB										
	Chine		Corée		Hong-Kong RASS		Inde		Indonésie	
	DI	EN	DI	EN	DI	EN	DI	EN	DI	EN
1996–2000	7,5	0,8	-0,4	4,9	1,5	1,9	7,0	-1,2	-0,6	1,4
2001	7,3	0,0	1,7	1,6	0,8	-0,2	5,3	0,1	4,9	-1,5
2002	7,3	0,7	4,5	2,0	-1,3	3,6	4,5	-0,2	1,9	1,8
	Malaysia		Philippines		Singapour		Taiwan, Chine		Thaïlande	
	DI	EN	DI	EN	DI	EN	DI	EN	DI	EN
1996–2000	-0,3	4,9	2,6	1,1	4,9	1,4	5,1	0,7	-7,0	5,0
2001	0,1	0,3	5,2	-2,0	-6,3	3,9	-4,9	2,7	1,8	0,1
2002	6,3	-2,1	5,5	-1,0	-1,9	4,1	1,2	2,3	3,8	1,4

Sources : JPMorgan, *World Financial Markets* ; données nationales. Tableau III.3

été gonflées par l'envolée de la production de logiciels et la fourniture croissante de services (surtout informatiques) aux entreprises. Pour la seconde année consécutive, les exportations de services, ajoutées à un volume croissant d'envois de fonds des non-résidents, ont permis de dégager un excédent des paiements courants. Le gouvernement a adopté, en outre, plusieurs réformes importantes qui ont redonné confiance aux investisseurs, avec notamment la privatisation de certaines entreprises stratégiques et la promulgation de lois facilitant le recouvrement des créances bancaires.

La demande intérieure a été le moteur de la croissance

Ailleurs, c'est la demande intérieure qui a été le plus souvent le moteur de la croissance en 2002 (tableau III.3). En Corée, elle a été soutenue au premier semestre par le développement des prêts bancaires aux ménages et à l'immobilier, mais les dépenses des ménages ont ralenti depuis, les politiques économiques étant devenues plus restrictives. En Malaysia, aux Philippines et en Thaïlande, la demande intérieure a également été stimulée par l'augmentation des dépenses publiques et de la consommation. En Indonésie, la confiance des consommateurs est remontée, après la dissipation de certaines incertitudes politiques et l'adoption de plusieurs réformes structurelles importantes ; la hausse du cours du pétrole a également étoffé le revenu réel. À l'inverse, la contribution de la demande intérieure à la croissance a été négative à Singapour (à nouveau) et à Hong-Kong (pour la première fois). Dans ces deux économies, c'est la demande extérieure qui a davantage soutenu la reprise.

Origines de la désinflation/déflation

Le bas niveau de l'inflation a marqué la fin du boum régional ...

L'an dernier, l'inflation en Asie est tombée à 1,1 %, bien au-dessous de la moyenne de 1998–2001 (tableau III.1). La déflation s'est aggravée à Hong-Kong et les prix ont recommencé à baisser en Chine et à Singapour. L'Inde, les Philippines et la Thaïlande ont, pour leur part, enregistré des taux d'inflation parmi les plus faibles de ces dernières années. Dans certains cas, les pressions sur les prix pourraient être attribuées à des facteurs temporaires, pour les produits alimentaires, par exemple. Plus généralement,

toutefois, la désinflation/déflation dans plusieurs pays de la région pourrait être considérée comme un sous-produit de la fin du boum économique des années 90, qui avait été suivie par une faiblesse persistante de la demande privée. La situation pourrait s'expliquer en partie par les turbulences liées aux tensions financières consécutives à la crise asiatique ou par les capacités excédentaires résultant de la croissance rapide des investissements en capital pendant la phase d'expansion.

Dans certaines économies, après avoir flambé en 1996–97, les prix de l'immobilier se sont effondrés, d'où un tassement de la demande, entraînant chômage et désinflation. Ce mouvement a été le plus marqué à Hong-Kong, qui a dû faire face, en outre, à d'autres pressions déflationnistes et dont l'activité avait été affectée en 2001 par le ralentissement du commerce international chinois ; de surcroît, les prix ont eu tendance à s'aligner sur les niveaux beaucoup plus bas du continent. D'autres pays d'Asie, notamment Singapour et Thaïlande, ont également enregistré un recul des prix et des valeurs locatives dans l'immobilier.

... qui a affecté le marché immobilier ...

Les excédents de capacités ont posé des problèmes à l'ensemble de la région, notamment dans la haute technologie. Dans plusieurs pays asiatiques, la formation brute de capital fixe a chuté après 1997, pour ne se redresser que faiblement par la suite. À Singapour et à Taiwan, actuellement caractérisés par une légère déflation, la période d'expansion avait été associée à une flambée des exportations de haute technologie jusque vers 2000. L'effondrement de la demande dans ce secteur en 2001 a eu un important impact désinflationniste et, depuis, le redémarrage reste irrégulier et freiné par plusieurs facteurs : reprise hésitante aux États-Unis ; faiblesse persistante de l'économie japonaise ; surcapacités rémanentes dans l'informatique et les télécommunications. La recherche de parts de marché dans d'autres secteurs se heurte à la concurrence croissante de la Chine (voir ci-après).

... et la haute technologie

Les origines de la déflation en Chine sont plus difficiles à cerner. L'augmentation massive de la dépense publique et la vigueur de la croissance, en effet, n'ont pas réussi à déclencher une hausse du niveau général des prix, notamment dans l'industrie manufacturière. La déflation peut provenir des capacités excédentaires – elles-mêmes probablement dues au maintien en activité d'entreprises d'État non rentables – et d'une grande élasticité de l'offre de main-d'œuvre à bon marché. Elle peut aussi s'expliquer par le fait que l'apport massif d'IDE a permis l'acquisition de savoir-faire en technologie et en gestion des entreprises ainsi qu'un développement des compétences, et a donc contribué à d'importants gains de productivité, ce qui tend également à faire reculer les prix. (Les chapitres II et IV présentent des réflexions plus approfondies sur la déflation.)

La déflation en Chine est plus surprenante

Croissance de la demande intérieure en Asie

Les économies d'Asie sont généralement parvenues à encourager la demande intérieure, grâce non seulement à des mesures d'incitation budgétaire et monétaire, mais également, dans plusieurs d'entre elles, à une forte expansion des dépenses des ménages financées par le crédit, notamment dans l'immobilier.

Est-il possible de soutenir la demande ?

Important soutien budgétaire

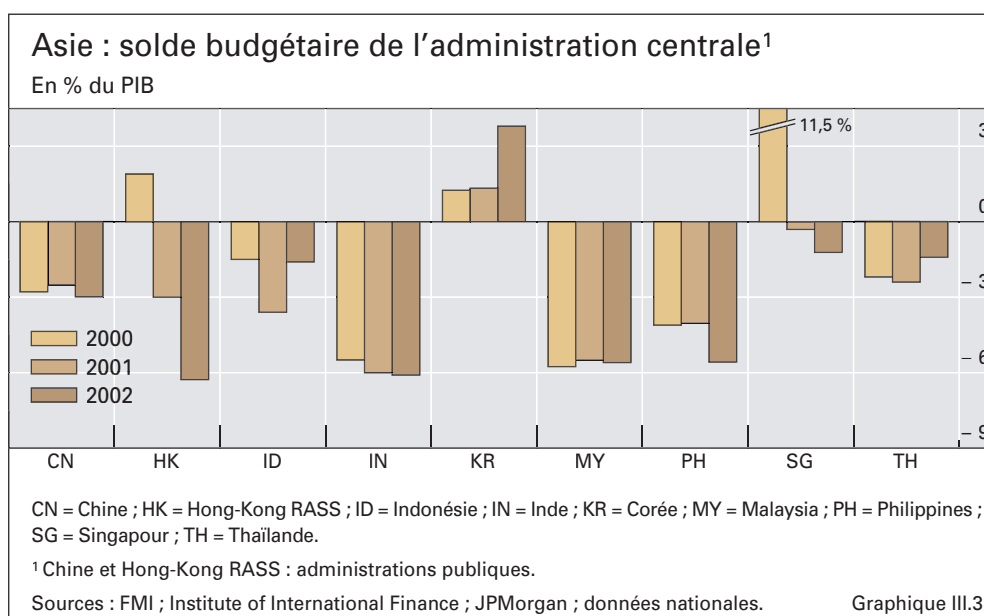
La politique budgétaire a joué un rôle important dans la reprise économique après la crise de la fin des années 90. À l'exception notable de la Corée, les économies d'Asie enregistrent un déficit budgétaire depuis 2000 (graphique III.3). En conséquence, le ratio de la dette publique a sensiblement augmenté depuis le milieu des années 90 (tableau III.4). En Inde, en Indonésie, aux Philippines et, dans une moindre mesure, en Thaïlande, il est relativement élevé. À l'inverse, il est faible en Corée, pendant que Hong-Kong ne montre aucun endettement en termes nets. Dans le cas de la Corée, le bas niveau du ratio a permis cette année une politique expansionniste visant à compenser l'atonie de la croissance.

Le sentiment des marchés n'est pas défavorable

Une politique budgétaire incitative ne peut être mise en œuvre que si elle ne va pas à l'encontre du sentiment des marchés. Dans la plupart des économies d'Asie, ceux-ci semblent enclins à accepter des déficits, même importants, pour les raisons suivantes : excellents antécédents pour le service de la dette publique ; croissance robuste de la production et des exportations ; taux élevé d'épargne privée ; réserves officielles relativement confortables ; faibles ratios endettement extérieur/exportations. Le sentiment des marchés est néanmoins fragile. Ainsi, malgré des réserves fiscales substantielles, Hong-Kong a limité la portée de sa politique expansionniste par crainte de la réaction des marchés.

Une stimulation budgétaire à court terme est possible

En Chine, la relance par le budget a été rendue en partie possible par le contrôle des capitaux, grâce auquel l'épargne élevée est restée investie à l'intérieur du pays. Plusieurs facteurs risquent néanmoins de freiner à moyen terme le recours à des mesures budgétaires. D'une part, la dépense publique est moins efficace que la dépense privée ; d'autre part, le fardeau de la dette, maintenant perçu comme supportable, pourrait, à terme, apparaître moins tenable, ce qui pourrait entamer la confiance envers les banques qui détiennent de gros montants d'obligations d'État. Le gouvernement a d'ailleurs déjà exprimé des préoccupations sur le niveau d'endettement à l'avenir, en raison d'engagements implicites résultant de



Indicateurs d'endettement						
	Dettes publiques ¹			Endettement extérieur ²		
	1996	2000	2002	1996	2000	2002
Chine	7	15	16 ³	85	60	54
Corée	8	17	22	126	78	82
Inde	57	67	73	283	236	216
Indonésie	24	82	92 ³	259	217	231
Malaysia	35	37	46	51	43	49
Philippines	53	66	74	197	134	158
Thaïlande	15 ⁴	57 ⁴	54 ⁴	194	115	95
Argentine	36	45	146	468	554	530
Brésil	33	49	57	379	432	395
Chili	15	14	16	144	198	226
Colombie	14	37	51	273	261	313
Mexique ⁵	37	37	40	164	90	100
Pérou	49	45	47	492	406	364
Venezuela	49	27	40	150	120	162

¹ En % du PIB. ² En % des exportations. ³ 2001. ⁴ Y compris dette à l'égard du Financial Institutions Development Fund. ⁵ Y compris passifs de l'Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB).
Sources : Banque mondiale ; FMI ; données nationales. Tableau III.4

perdes dans le secteur financier ou d'exigibilités au titre de systèmes de pensions, passifs éventuels qui ne sont pas repris dans les chiffres publiés de la dette publique.

La hausse de la demande intérieure en Asie a également été favorisée par l'assouplissement des politiques monétaires, l'an dernier, les taux directeurs étant pour la plupart stables ou en repli. Les taux longs ont eu tendance à baisser, eux aussi, et se situent actuellement, pour certains, à leur plus bas niveau depuis des années. Cela s'est accompagné d'une vigoureuse expansion du crédit, en 2002, en Chine, en Inde et en Corée (17-25 %) et d'une progression remarquable en Thaïlande (8,5 %, après une contraction de 7,5 % en 2001). Parfois, cet essor du crédit a largement profité aux ménages. Ces conditions favorables semblent avoir eu des effets plus limités dans des économies à croissance plus lente, caractérisées par des taux d'intérêt déjà très bas ou une véritable déflation. Ainsi, le crédit s'est contracté à Hong-Kong, malgré l'abondance des liquidités. (Le chapitre IV analyse une situation similaire.)

La conjonction d'une stimulation monétaire et d'une inflation modérée a entraîné une dépréciation du cours de change effectif réel aux Philippines, en Thaïlande, à Singapour et à Taiwan. Toutes ces économies ont opté pour un régime de change variable. Les deux premières se sont fixé un objectif d'inflation, et Singapour un objectif de cours de change effectif nominal. Une dépréciation similaire a été constatée en Chine, à Hong-Kong et en Malaysia, dont les monnaies respectives sont rattachées de fait au dollar EU: la variation de change reflète donc le repli de la devise américaine face aux principales monnaies (tableau III.5). Cette évolution a favorisé la reprise des exportations de la région.

Recul des taux d'intérêt, forte croissance du crédit ...

... et dépréciation du cours de change réel

Asie : taux d'intérêt et cours de change effectif réel									
	Taux court ¹			Taux long ¹			Cours de change ²		
	Fin 01	Fin 02	Avril 03	Fin 01	Fin 02	Avril 03	Fin 01	Fin 02	Avril 03
Chine	2,3	2,0	2,0	...	...	...	4,2	-2,9	-3,3
Corée	4,9	4,9	4,5	7,1	5,9	4,9	0,9	4,0	0,8
Hong-Kong RASS	2,0	1,4	1,5	6,2	4,4	4,3	-0,2	-8,9	-11,0
Inde	7,2	5,5	4,9	7,9	6,1	5,9	2,3	6,6	-1,7
Indonésie	17,9	13,8	11,7	...	...	...	6,7	21,3	3,9
Malaysia	3,3	3,2	3,2	3,8	3,8	3,7	5,6	-4,2	-6,4
Philippines	8,9	5,2	7,4	15,8	12,0	12,6	3,3	-6,4	-8,4
Singapour	1,1	0,9	0,9	4,0	2,6	2,1	-2,1	-2,0	-6,2
Taiwan, Chine	2,6	1,8	1,4	3,8	2,3	1,6	-2,6	-6,1	-9,1
Thaïlande	2,9	1,9	1,8	3,4	3,5	3,4	4,0	-3,6	-6,3

¹ En %, fin de période. ² Variation annuelle, en % ; en termes de prix à la consommation relatifs. Une augmentation indique une appréciation.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; FMI ; données nationales.

Tableau III.5

Quelles limites aux dépenses des ménages financées par le crédit ?

La faiblesse de l'inflation devrait permettre une stimulation monétaire accrue

La faiblesse de l'inflation dans une grande partie des économies d'Asie a favorisé la stimulation monétaire, ce qui, dans plusieurs cas, a permis aux ménages de financer un niveau élevé de dépenses – acquisition de logements et de biens de consommation durables. Face à la demande réduite d'emprunts des entreprises après la crise, les banques ont pu ainsi diversifier leurs risques grâce à ces prêts. Il reste à savoir dans quelle mesure cela a créé de nouveaux risques pour les banques elles-mêmes.

En Corée, les banques ont développé le crédit aux ménages ...

L'exemple récent de la Corée illustre bien les difficultés qui pourraient apparaître. Dans ce pays, les concours aux ménages (prêts personnels, crédits hypothécaires et créances à recouvrer sur cartes de crédit) représentaient plus de 40 % de l'actif total des banques à fin juin 2002, en forte hausse par rapport aux 24 % de fin 1999, et la dette bancaire des ménages atteignait 109 % de leur revenu disponible, dont 49 points de pourcentage pour les crédits hypothécaires et 21 points pour les cartes de crédit.

... mais à un rythme qui n'était pas soutenable

Il existe de bons arguments en faveur d'un accroissement supplémentaire, à moyen terme, des crédits hypothécaires en Corée. Le nombre de propriétaires-occupants est encore relativement bas dans ce pays et le crédit aux ménages représente généralement une part croissante des prêts au fur et à mesure de l'augmentation des revenus. Toutefois, devant l'essor très rapide des financements hypothécaires ainsi que le boum dans l'immobilier et la construction, le gouvernement a adopté une série de mesures visant à limiter l'envolée des prix dans les « zones de spéculation » : réduction (de 80 % à 60 %) du ratio prêt/valeur ; surpondération du risque correspondant aux crédits hypothécaires dans le calcul des fonds propres réglementaires ; interdiction d'acquiescer un bien supplémentaire ; menace de contrôles fiscaux en cas d'achats fréquents ; durcissement des critères d'exonération des plus-values ; relèvement de la taxe foncière pour les logements plus coûteux. Afin de ralentir la hausse des prix immobiliers, le

gouvernement a en outre mis en place un programme de construction de logements autour de Séoul. Ces mesures ont permis de contenir l'exposition du secteur bancaire, au détriment du sentiment et des dépenses de consommation, fin 2002. Par là même, cependant, elles ont amoindri les perspectives de croissance de la Corée pour 2003.

Pour les autres types de crédit aux ménages, toutefois, l'exposition accrue des établissements financiers pouvait aussi engendrer des coûts importants, comme cela allait rapidement se vérifier. Le taux d'impayés sur cartes de crédit a augmenté de moitié, passant à plus de 11 % entre décembre 2001 et janvier 2003. De plus, en avril 2003, la découverte d'irrégularités dans la comptabilité du quatrième conglomérat du pays a provoqué une fuite vers la qualité et a porté un coup d'arrêt brutal au financement des sociétés de cartes de crédit coréennes, alors jugées vulnérables. Le gouvernement a mis au point un plan de sauvetage de plusieurs milliards de dollars EU : les actionnaires ont recapitalisé les sociétés en difficulté et les banques ont accordé des prêts-relais aux fonds d'investissement détenant des montants élevés de créances titrisées sur cartes de crédit.

En Thaïlande également, la croissance a bénéficié de l'expansion du crédit aux ménages et de leur consommation. En janvier 2003, la valeur des terrains avait grimpé de 71 % et l'encours de prêts au logement progressé de 12 % en glissement annuel. Toutefois, la dette des ménages représente une part bien plus faible de leur revenu disponible qu'en Corée, et le secteur financier privé est un peu moins exposé, étant donné que les prêts au logement sont, pour près de moitié, accordés par des établissements du secteur public. Néanmoins, toujours préoccupées par l'expansion des encours de cartes de crédit, les autorités les ont de nouveau soumises, en novembre 2002, à des conditions de revenu.

Le financement du marché immobilier est même devenu source de préoccupation en Chine où, dans un contexte de déflation, les prix se sont emballés à la périphérie de Shanghai et à Qingdao. Les autorités doivent cependant mettre en balance les risques potentiels de ce boum et leur objectif de promotion à long terme de l'accession à la propriété, qui n'a été autorisée que récemment – objectif qu'elles considèrent extrêmement important pour la transformation économique et sociale du pays.

Évolution du rôle de la Chine

La croissance rapide de la Chine et son intégration dans l'économie mondiale ont notablement renforcé son influence en Asie. Entre 1991 et 2002, la part du pays dans le PIB et les exportations de la région a plus que doublé, dépassant respectivement 17 % et 20 %. Ses importations ont augmenté au moins autant, de sorte qu'il enregistre aujourd'hui un déficit des paiements courants vis-à-vis de ses voisins.

La transformation structurelle de la Chine est en train de modifier les flux de commerce et d'investissements en Asie. Les exportations chinoises ont récemment augmenté beaucoup plus vite que celles des autres économies émergentes d'Asie (graphique III.4, cadre de gauche), en partie parce qu'elles sont surtout destinées au marché américain. La part absorbée

Renflouement des sociétés de cartes de crédit

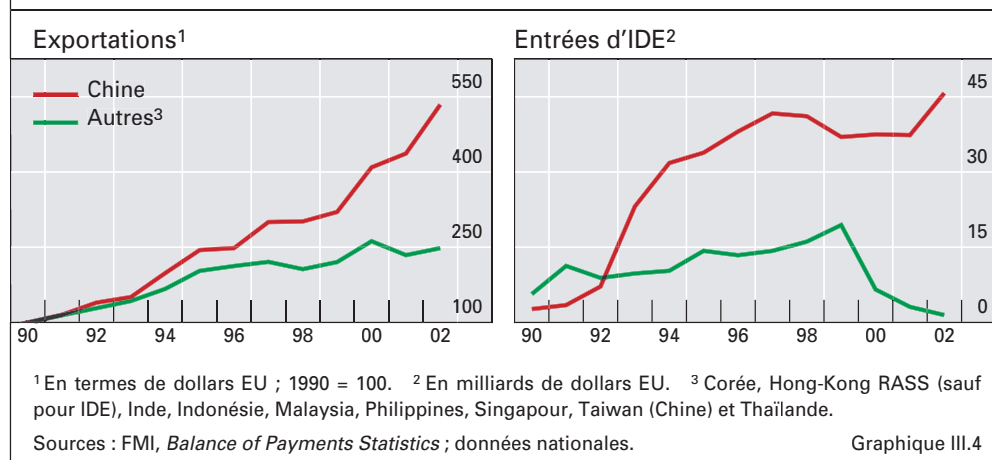
Le crédit aux ménages a soutenu la croissance en Thaïlande

Le marché immobilier est source de préoccupation en Chine

Le poids économique croissant de la Chine ...

... modifie les flux de commerce et d'investissements en Asie

Asie : exportations et entrées d'IDE



par celui-ci a progressé de plus de 6 points de pourcentage entre 1998 et 2002, pour atteindre 27 %, alors qu'elle était en recul pour les autres économies de la région, plus particulièrement Hong-Kong, Philippines, Singapour et Thaïlande.

La Chine a attiré davantage d'investissements étrangers

Dans le même temps, les flux d'investissements en direction de l'Asie se sont davantage dirigés vers la Chine récemment, en partie pour exploiter les débouchés du commerce mondial, mais aussi, de plus en plus, pour pénétrer le marché intérieur en expansion. Ainsi, de grosses entreprises allemandes, américaines et japonaises ont investi dans le secteur automobile chinois, le plus dynamique au monde. Parallèlement, les flux d'IDE vers les autres économies émergentes d'Asie ont chuté (graphique III.4, cadre de droite) ; en fait, dans le prolongement d'une tendance observable depuis la crise de 1997-98, ils sont tombés à zéro, en termes nets, en 2002, tandis que les apports nets d'IDE à la Chine ont atteint \$46 milliards.

La Chine va-t-elle déposséder ses voisins ?

Certains observateurs se disent préoccupés par le risque que cette évolution de la Chine « dépossède » les autres économies émergentes d'Asie de leur production manufacturière. La Chine, déjà bien placée pour les produits manufacturés à forte intensité de main-d'œuvre, devrait de plus, suite à son adhésion à l'OMC, gagner une large part du marché mondial de l'habillement et des textiles, qui sera libéralisé à l'expiration de l'accord de l'OMC dans ce domaine, en 2005. Elle représente donc un défi majeur pour les actuels producteurs de textiles et autres industries à forte intensité de main-d'œuvre du Sud-Est asiatique. De surcroît, ce qu'elle fabrique incorpore toujours davantage de valeur ajoutée et ses exportations de machines et de biens de haute technologie se sont rapidement accrues ; dans l'électronique, sa part des exportations asiatiques a plus que doublé sur les cinq dernières années, atteignant 30 % en 2002, tandis que celle de la Malaysia et de Singapour s'est effondrée. Il semblerait aussi, selon certaines sources, que des unités de production des secteurs de haute technologie se soient déplacées des économies émergentes de l'Est asiatique et même du Japon vers la Chine.

Pour mettre cette évolution en perspective, il convient cependant de rappeler que la région a été le siège de mutations structurelles dans le passé

et qu'aucune réduction de la prospérité n'a été observée dans les économies dont la production a été « déplacée ». La Chine et le Sud-Est asiatique, par exemple, ont attiré une grande partie des industries à forte intensité de main-d'œuvre des nouvelles économies industrielles voisines (Corée, Hong-Kong, Singapour et Taiwan). Bien que cela ait créé des difficultés à certaines d'entre elles, leur prospérité globale n'en a pas été atteinte pour autant. Depuis le début des années 80, l'essentiel de la production manufacturière de Hong-Kong a été transféré vers la Chine du Sud, ce qui n'a pas empêché la RASS, en tirant parti de son ancrage au continent, de prospérer grâce à ses services à plus forte valeur ajoutée dans la finance, le commerce et l'investissement.

Les mutations structurelles du passé n'ont pas affecté la prospérité

Dans le contexte actuel, l'Est asiatique pourrait exploiter, de deux façons au moins, sa proximité avec la Chine. Premièrement, étant donné que la majeure partie du commerce international des produits de consommation finale concerne l'échange de biens similaires, quoique différenciés, entre pays développés, les économies les plus avancées de l'Est asiatique et du reste du monde pourraient interchanger avec la Chine des produits se distinguant par un caractère spécifique, par exemple qualité, design ou spécialisation dans certaines technologies de pointe. Singapour s'est ainsi récemment diversifié dans le secteur biomédical et les services. De même, Hong-Kong cherche, au-delà de son créneau financier traditionnel, à s'imposer comme économie à forte intensité de savoir. Ces stratégies exigent une main-d'œuvre très compétente, aussi ces deux économies s'attachent-elles à améliorer leur système éducatif, tout en poursuivant leur politique d'accueil des professionnels et ouvriers qualifiés étrangers. Les économies moins développées du Sud-Est asiatique nécessiteront sans doute plus de temps pour adopter une telle stratégie. Ce type d'échanges apparaît prometteur, notamment dans le secteur automobile, puisque la région produit et exporte déjà des véhicules. Les services comme le tourisme peuvent également offrir des débouchés pour les économies du Sud-Est asiatique.

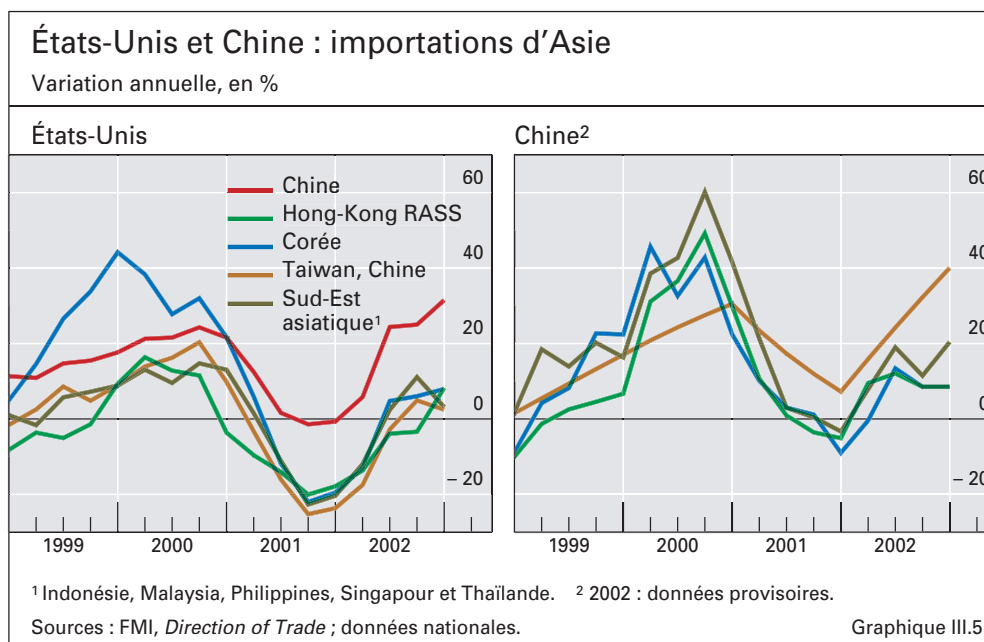
Les voisins de la Chine pourraient différencier leurs produits ...

Deuxièmement, étant donné que la plupart des échanges internationaux portent sur des biens intermédiaires, en tirant parti de différences en matière de coûts, de compétences et de ressources naturelles, les économies d'Asie pourraient, de la même façon, fournir à la Chine des biens intermédiaires qu'elle transformerait ensuite pour son propre marché ou pour l'exportation. Le potentiel d'intégration augmentera à mesure du renchérissement des coûts dans les régions côtières de Chine, en raison de la hausse des salaires réels et d'un effet de saturation.

... et fournir des biens intermédiaires

Les chiffres récents font ressortir le poids de ces biens intermédiaires dans les importations de la Chine et dans les produits qu'elle vend à l'étranger, notamment aux États-Unis (graphique III.5, cadre de gauche). La demande d'importations des États-Unis est ainsi redistribuée par la Chine. En témoigne la hausse de ses importations à partir de l'Asie (graphique III.5, cadre de droite). Dans le secteur de l'électronique, par exemple, elles ont progressé de plus de 49 % l'an dernier, alors que les ventes à l'étranger ont augmenté de 33 %. En revanche, la part des biens de consommation dans les importations

La demande d'importations des États-Unis est redistribuée par le biais de la Chine



chinoises a régulièrement régressé, revenant de 25 % environ au milieu des années 90 à 20 % en 2002.

Amérique latine

Développements économiques récents

Pour l'Amérique latine, 2002 a peut-être été l'année la plus difficile depuis les crises d'endettement des années 80. Après avoir été pratiquement étale l'année précédente, le PIB a diminué en termes réels. Parmi les grandes économies, l'Argentine et le Venezuela ont connu de véritables crises, tandis que le Brésil s'est le plus souvent trouvé confronté à de graves problèmes de financement extérieur. Même le Mexique et le Chili, pays les plus performants dans le passé récent, ont obtenu de moins bons résultats : l'activité et les revenus d'exportations y ont stagné et les entrées de capitaux se sont contractées. Seul le Pérou, grâce à une vigoureuse expansion des exportations de métaux et à une progression de la consommation, a fait exception à cette atonie, avec une croissance supérieure à 5 %, la plus forte de ces cinq dernières années.

Une reprise généralisée s'est toutefois amorcée au second semestre 2002. Alors que les flux de capitaux privés vers l'Amérique latine ont baissé sur l'ensemble de l'année, les conditions de financement extérieur se sont nettement assouplies au second semestre, et davantage encore au premier trimestre 2003, ce qui s'est traduit par un important recul des primes sur les obligations des économies émergentes (chapitre VI). En outre, les exportations de biens et services ont également redémarré dans la seconde moitié de 2002, en raison d'une augmentation de la demande en provenance de la région ainsi que de l'extérieur.

2002 a été difficile ...

... mais une reprise s'est amorcée en fin d'année

En 2003, l'amélioration des conditions extérieures devrait contribuer à une reprise modérée de la croissance en Amérique latine, tout comme le redémarrage des investissements et de la consommation. Les dépenses dans ces deux domaines seront relancées si les politiques de soutien et la reprise économique parviennent à encourager le retour des flux d'IDE.

L'amélioration des conditions extérieures a soutenu la croissance

Caractère soutenable de la dette et ajustement budgétaire

Pour de nombreuses économies d'Amérique latine, la question clé est de savoir si l'ajustement budgétaire en cours sera suffisant pour permettre le retour de la confiance. Cela dépend notamment du degré d'intégration aux marchés financiers mondiaux et de l'ampleur de la dette extérieure.

Le caractère soutenable de la dette publique ...

Toutes choses étant égales par ailleurs, une économie où les mouvements de capitaux sont libéralisés est d'autant plus vulnérable que la part de son endettement libellée en devises est importante et que ses recettes d'exportations sont faibles. L'endettement extérieur influe, par son niveau, sur le caractère soutenable de la dette publique, même s'il est en grande partie privé, car les problèmes du service de la dette du secteur privé peuvent affecter le cours de change et le coût du financement de l'État. En outre, il est arrivé, pour diverses raisons, que l'État assume les engagements extérieurs du secteur privé. En Amérique latine, le ratio de l'endettement extérieur aux exportations est beaucoup plus élevé que dans les pays asiatiques dotés de ratios dette publique/PIB comparables (tableau III.4). L'explication réside dans le fait que les taux d'épargne nationaux et le degré d'ouverture aux échanges commerciaux sont nettement inférieurs en Amérique latine (pour une analyse de l'épargne dans les différentes régions, se reporter au chapitre II).

... dépend en partie de l'endettement extérieur

La perception du caractère soutenable de la dette publique semble influencée par son ampleur, mesurée par son ratio, et par son évolution. Au Mexique et au Chili, ces ratios sont restés à peu près stables depuis le milieu des années 90. En revanche, au Brésil, en Colombie et au Pérou, ils augmentent sensiblement depuis 1996 environ et sont maintenant plus élevés qu'au Mexique et au Chili. Celui de l'Argentine s'inscrit actuellement à 146 % mais se prête mal à une comparaison avec les autres économies, le pays s'étant déclaré en cessation de paiements en décembre 2001.

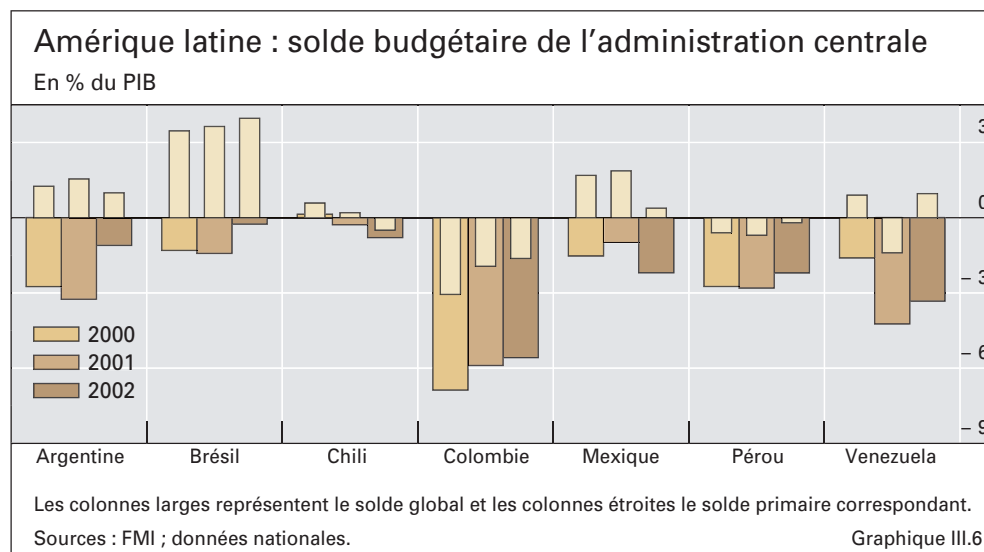
L'ampleur de la dette influence les perceptions

L'augmentation des ratios de la dette publique s'explique essentiellement par le fait que les soldes primaires n'ont pas été suffisants pour couvrir les paiements d'intérêts. La conjonction de taux d'intérêt réels élevés et d'une croissance atone, qui traduit notamment les difficultés de financement et le rythme modéré de l'activité économique mondiale, y a également contribué. À cela s'ajoute la dépréciation de la monnaie, car une part importante de la dette publique est libellée en devises étrangères ou leur est rattachée et l'accroissement des exportations n'a pas été suffisamment rapide pour compenser cette dégradation.

Augmentation des ratios de la dette publique ...

À long terme, les facteurs influençant les ratios de la dette publique reflètent les données économiques fondamentales. Par exemple, la dépréciation du real, qui a contribué à l'augmentation de ces ratios au Brésil depuis le milieu des années 90, s'explique en partie par le taux relativement peu élevé de l'épargne interne et l'ampleur de l'endettement

... reflétant les données économiques fondamentales et le sentiment général



extérieur. À court terme, cependant, ces déterminants peuvent également traduire des perceptions auto-entretenues du caractère soutenable de la dette publique. Des préoccupations concernant la capacité ou la volonté d'un pays d'assurer le service de sa dette peuvent provoquer une hausse des taux d'intérêt ou une dépréciation de la monnaie de nature à rendre son endettement insoutenable. C'est pourquoi, dans certains pays d'Amérique latine, des mesures ont été prises pour rassurer les investisseurs sur la détermination à assainir les finances publiques, ce qui transparaît en partie dans les données récentes sur les soldes budgétaires. Comme l'indique le graphique III.6, les déficits budgétaires ont diminué dans quelques pays et l'excédent primaire s'est accru au Brésil.

Les gouvernements ont cherché à rassurer les marchés

Certains gouvernements ont également cherché à rassurer les marchés par des initiatives d'ordre économique ou législatif tournées vers le long terme. Au Brésil, par exemple, le nouveau gouvernement a porté de 3,75 % en 2002 à 4,25 % en 2003 son objectif d'excédent primaire ; celui-ci dépassait d'ailleurs 6 % au premier trimestre de cette année. Il cherche, par ailleurs, à réformer le régime fiscal ainsi que le système de sécurité sociale, lequel compte pour une large part du déficit budgétaire. En Colombie, le déficit budgétaire devrait diminuer grâce aux réformes adoptées en 2002 concernant les impôts, les retraites, la sécurité sociale et le marché du travail. Une loi de responsabilité budgétaire limitant les ratios de la dette publique est aussi prévue, de même qu'un référendum sur un projet de réforme du secteur public, en vue de réaliser d'autres économies substantielles. Le Pérou s'est engagé à diminuer son déficit budgétaire en 2003 et 2004 dans le cadre de son programme avec le FMI.

Incidence de l'inflation sur le solde primaire

La valeur de ces mesures d'assainissement doit être jugée en tenant compte d'au moins trois facteurs. Premièrement, dans certaines économies, l'inflation a contribué à l'augmentation enregistrée du solde primaire, effet qui va cependant progressivement s'atténuer si l'inflation persiste. Ainsi, au Brésil, les recettes fiscales de l'administration centrale ont augmenté d'environ 29 % durant la période de douze mois se terminant en janvier 2003 (hors élément non récurrent en janvier 2002), soit à peu près du même ordre que l'un des

indicateurs d'inflation les plus utilisés. Les dépenses n'ayant pas suivi en proportion, l'excédent primaire s'est accru, ce qui a largement compensé l'aggravation du déficit de la sécurité sociale. Alors que, dans plusieurs pays de la région, une période prolongée d'inflation modérée a réduit de façon significative les anticipations dans ce domaine et les revendications salariales, l'expérience antérieure laisse à penser que le recours assez général à l'indexation pourrait s'intensifier si l'inflation devait rester élevée.

Deuxièmement, les recettes ont été accrues grâce en partie à certains impôts, parfois générateurs de distorsions, ce qui pourrait compromettre en fait les perspectives de croissance à long terme. En Argentine, par exemple, une taxe à l'exportation mise en place début 2002 a dégagé 15 % des recettes publiques. Si cet impôt compense la manne dont ont bénéficié les exportateurs de produits agricoles à la suite de la forte dépréciation de la monnaie en 2002, les taxes sur les échanges commerciaux internationaux ne sauraient être une solution à long terme. Le Brésil a beaucoup misé sur une fiscalité sur les transactions financières et sur un système d'imposition indirecte en « cascade », dans lequel l'assiette des taxes sur les produits intègre les taxes (non déductibles) sur les intrants. Ce système passe pour réduire la compétitivité des entreprises brésiliennes.

Troisièmement, dans de nombreux pays, il est difficile de faire baisser la dépense globale, en raison de la part élevée des dépenses qui ne sont pas de nature discrétionnaire. Les paiements d'intérêts ont représenté 18 % des dépenses totales au Brésil, contre 12–15 % au Pérou et en Colombie. Les remaniements budgétaires sont aussi limités habituellement par des obligations contractuelles ou des règles immuables régissant le processus d'allocation des ressources, à la sécurité sociale ou à la santé par exemple, qui, pour beaucoup, pourrait être rendu plus efficient. Dans un certain nombre de pays, entre 35 et 50 % des dépenses publiques échappent au pouvoir central et sont très difficiles à contrôler. Les compressions portent donc en général sur une part relativement modeste des dépenses publiques. En outre, les entreprises publiques ont parfois réduit d'abord leurs dépenses d'investissement et d'entretien, domaines où les effets immédiats sont moins évidents. Cela pourrait également freiner la croissance future.

Réduction de l'inflation : un enjeu de taille

En 2002, certaines économies ont été confrontées à des difficultés de financement extérieur, qui ont entraîné une forte dépréciation de la monnaie suivie de poussées d'inflation (graphique III.7). Évaluer les conditions monétaires dans un tel contexte est une tâche particulièrement difficile.

D'un côté, si quelques pays ont subi une forte dépréciation, les cycles d'accélération de l'inflation et de dépréciation observés par le passé dans cette région ont été évités. En fait, les cours de change se sont généralement stabilisés ou appréciés et les primes de risque sur la dette souveraine se sont resserrées depuis fin 2002, ce qui donne à penser que les marchés ont plutôt confiance dans les politiques conduites actuellement dans certains pays.

D'un autre côté, les taux d'inflation ont augmenté et les objectifs explicites ont parfois été dépassés. Avec une inflation à 12,5 % en décembre 2002, le

Certains impôts pourraient hypothéquer la croissance

Les dépenses de nature non discrétionnaire limitent les compressions

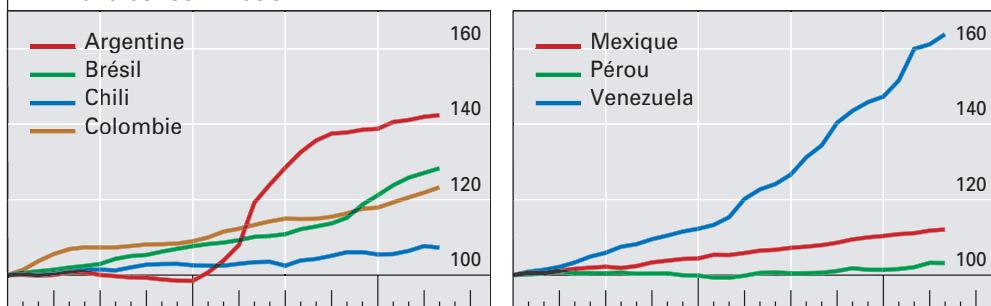
Malgré les difficultés de financement extérieur ...

... les cours de change se sont stabilisés ...

Amérique latine : prix à la consommation et cours de change

Fin 2000 = 100

Prix à la consommation



Cours de change¹



¹ En dollars EU par unité de monnaie locale ; une augmentation indique une appréciation.

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales* ; données nationales.

Graphique III.7

... mais l'inflation suscite des préoccupations

Brésil a largement franchi la limite supérieure (5,5 %) de sa fourchette-objectif. Bien que la banque centrale ait relevé à 8,5 % sa norme pour 2003, afin de prendre en compte les hausses des prix réglementés et l'inertie de l'inflation, celle-ci s'est accélérée, atteignant près du double de l'objectif révisé à la fin du premier trimestre 2003. La Colombie a également excédé son objectif d'inflation, bien que la banque centrale continue à se doter d'un objectif de repli progressif. Au Venezuela, les contrôles des prix et des changes imposés à compter de janvier 2003 ont permis aux autorités d'ancrer le cours de change de leur monnaie, ce qui n'a pas empêché une hausse notable de l'inflation. Au Mexique, le rythme est allé au-delà des 4,5 % fixés. Le gouvernement a néanmoins réitéré son engagement, pris en juillet 2002, de réaliser 3 % en 2003, dans le cadre d'une fourchette de 2 à 4 %. Au Chili, l'inflation a été inférieure à l'objectif, en raison de pressions modérées sur les coûts par suite de baisses des prix à l'importation et de conditions favorables des coûts de main-d'œuvre, mais elle était supérieure à la fourchette-objectif de 2-4 % à la fin du premier trimestre 2003. Des données plus récentes font penser que les forces inflationnistes sont en train de s'atténuer dans un certain nombre de pays. Le recul a été particulièrement spectaculaire en Argentine, où les autorités ont abaissé à 8 % leur prévision pour fin 2003, contre un taux de 35 % initialement prévu par l'accord de confirmation conclu avec le FMI et celui de 41 % constaté fin 2002.

Dans les pays très endettés, les autorités monétaires ont été placées devant plusieurs alternatives délicates. La plus importante peut-être concernait la nécessité de relever suffisamment les taux d'intérêt pour éviter des spirales déstabilisantes de dépréciation et d'inflation. Mais, dans le même temps, une hausse trop importante risquait ou aurait risqué de renforcer les doutes sur le caractère soutenable de la dette publique et d'accroître la fragilité financière. Une telle issue pourrait également exacerber les pressions sur le change, là encore avec des conséquences défavorables sur l'inflation.

Des taux d'intérêt élevés risqueraient d'affecter la gestion de la dette ...

En Amérique latine, une complication supplémentaire tient au fait qu'une dépréciation du change nominal peut avoir des répercussions négatives à court terme, puisqu'elle accroît le poids de la dette en devises, en même temps qu'elle diminue le pouvoir d'achat national. Cette incidence va à l'encontre des effets traditionnels de substitution des échanges. À moyen terme, la dépréciation stimulera l'économie, à condition toutefois que le change baisse en termes réels. C'est ce qui s'est récemment produit dans plusieurs économies d'Amérique latine (tableau III.6) et contraste agréablement avec la situation antérieure où l'inflation s'était accélérée. Le cas de l'Argentine est l'illustration même de ces effets contradictoires : l'effondrement du peso en 2002 a d'abord été suivi d'une forte contraction de la production puis, plus tard seulement, d'un rebond des exportations de biens et services.

... et les dépréciations d'avoir des effets récessifs

Les banques centrales ont limité les hausses des taux d'intérêt nominaux, notamment pour compenser les effets récessifs mentionnés ci-dessus, de sorte que les taux ont diminué en termes réels. Cela a été le cas au Brésil, même si le taux d'intérêt réel dépassait encore 8 % en avril 2003, alors que dans certains pays (Argentine, Colombie, Venezuela) il est devenu négatif et l'est resté assez longtemps. Des taux d'intérêt réels en baisse ou négatifs n'ont pas toujours été associés, cependant, à une expansion rapide du crédit (graphique III.8). En dépit d'une inflation élevée, l'encours du crédit au secteur privé s'est contracté en Argentine en 2002, en raison des difficultés du secteur bancaire, tandis qu'au Venezuela la progression du crédit s'est ralentie, pour devenir quasiment nulle. De l'ordre de 10 % au Brésil, elle est demeurée néanmoins inférieure au taux d'inflation. Au Chili et au Mexique, où les contraintes sur les financements extérieurs étaient moins importantes, les

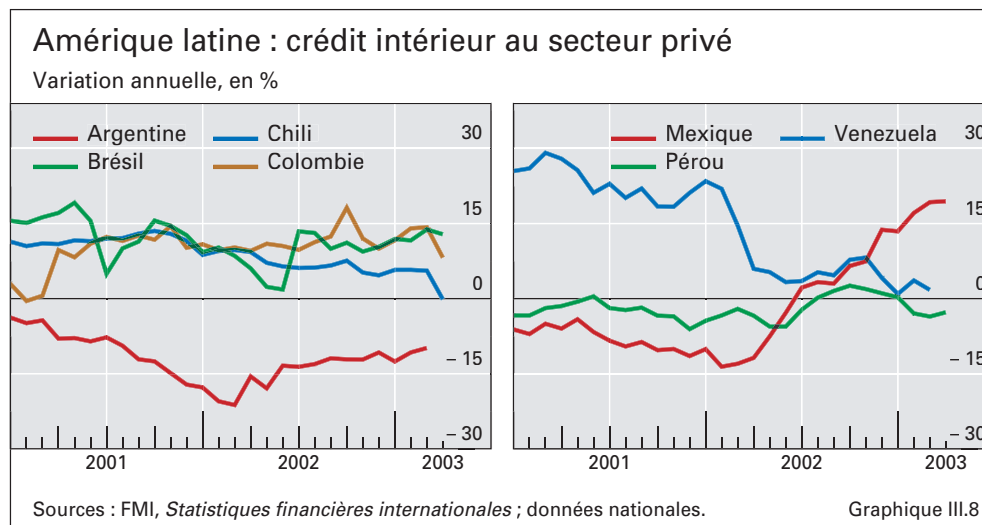
Le faible niveau des taux d'intérêt en termes réels n'a pas stimulé le crédit

Amérique latine : taux d'intérêt et cours de change effectif réel									
	Taux court ¹			Taux court en termes réels ^{1,2}			Cours de change ³		
	Fin 01	Fin 02	Avril 03	Fin 01	Fin 02	Avril 03	Fin 01	Fin 02	Avril 03
Argentine	6,1	34,1	22,2	7,8	-4,9	2,3	1,6	-58,6	11,1
Brésil	19,1	24,9	26,3	10,6	11,0	8,4	-10,1	-31,7	-21,4
Chili	6,2 ⁴	4,4 ⁴	1,9 ⁴	6,2	4,4	1,9	-9,6	-6,4	-15,5
Colombie	10,7	7,5	7,6	1,6	-0,6	1,0	5,5	-16,1	-21,8
Mexique	7,6	7,6	6,7	3,0	1,8	1,4	8,0	-9,5	-14,0
Pérou	4,8	3,6	3,3	5,0	2,1	0,7	6,8	-4,2	-6,4
Venezuela	19,7	25,1	16,0	6,6	-4,7	-13,1	5,0	-30,8	-34,4

¹ En % ; fin de période. ² Corrigé du taux annuel d'inflation. ³ Variation annuelle, en % ; en termes de prix à la consommation relatifs. Une augmentation indique une appréciation. ⁴ En termes réels (par rapport à l'Unidad de Fomento).

Sources : Bloomberg ; Datastream ; FMI ; données nationales.

Tableau III.6



décideurs ont réagi à la faiblesse de la demande extérieure en assouplissant la politique monétaire. Si les taux d'intérêt se sont repliés en termes réels dans ces deux pays, l'accroissement du crédit est demeuré modéré au Chili mais s'est accéléré de façon significative au Mexique.

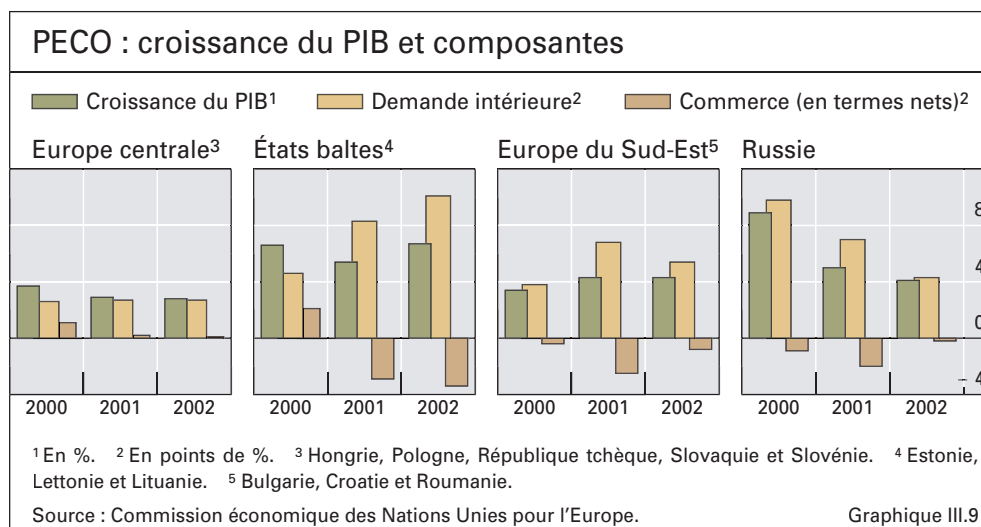
Europe centrale et orientale

La croissance résiste bien au ralentissement observé en Europe occidentale

Dans les pays d'Europe centrale et orientale (PECO), la croissance a fait preuve l'an dernier d'une résistance remarquable face au ralentissement observé en Europe occidentale. L'évolution vers une croissance endogène a été confortée en 2002 (graphique III.9), grâce à l'augmentation rapide du crédit à la consommation et à l'expansion budgétaire dans plusieurs pays. S'agissant du commerce extérieur, la diversification accrue des marchés extérieurs et les gains de productivité ont induit une progression des recettes d'exportations plus forte que prévu (graphique III.1). La production a augmenté en moyenne de 5 à 5½ % en Europe du Sud-Est ainsi que dans les pays baltes et d'environ 3 % en Europe centrale. La croissance est restée soutenue en Russie, tandis qu'en Turquie, après une contraction prononcée en 2001, l'économie a enregistré un net rebond. Ces tendances se sont globalement confirmées au premier trimestre 2003.

L'inflation a encore diminué ...

La poursuite de la désinflation est un autre aspect positif de l'évolution macroéconomique récente. Vers la fin de 2002, l'inflation moyenne dans les huit pays de la région en passe d'adhérer à l'Union européenne ainsi qu'en Croatie dépassait légèrement 2,5 %, niveau le plus bas depuis le début de la période de transition. L'inflation est restée supérieure à 10 % en Roumanie, en Russie, en Serbie-Monténégro et en Turquie, où la hausse des prix s'est tout de même ralentie durant l'année. Cependant, dans la plupart des pays, le recul de l'inflation n'a pas été dû à une atténuation des pressions internes des coûts et de la demande, mais aux bonnes récoltes et à l'appréciation du change, qui ont fait baisser les prix des denrées alimentaires et du pétrole importé. En fait, la désinflation a été moins rapide et plus préjudiciable que lors des précédents épisodes. La variation cumulée du taux de chômage nécessaire pour réduire



l'inflation de 5 points de pourcentage (ratio de sacrifice) a représenté en moyenne 1,6 point de pourcentage entre 2000 et 2002, contre 0,5 point en 1998–99.

Plusieurs facteurs, cependant, semblent indiquer que les faibles taux d'inflation constatés récemment pourraient ne pas se maintenir très longtemps. Premièrement, l'incidence de la baisse des prix des denrées alimentaires va vraisemblablement s'estomper. Deuxièmement, la plupart des pays ont prévu une série d'ajustements ponctuels des prix administrés. Troisièmement, début 2003, la hausse des prix pétroliers se faisait déjà sentir sur l'inflation. Enfin, les augmentations de salaires dans le secteur public ont commencé à se propager au secteur privé. Il en résulte notamment, dans certains pays, un regain d'intérêt pour la politique des revenus.

En 2002, les déficits des paiements courants sont restés importants (5,7 % du PIB en moyenne, Russie exceptée) mais ont été financés sans difficulté. En République tchèque, Slovaquie et Slovénie, les afflux d'investissement direct étranger (IDE) ont été de deux à cinq fois plus élevés que les déficits eux-mêmes et les ont couverts à hauteur de 60 % en moyenne dans les autres pays. De plus, la proximité de l'adhésion à l'Union européenne et la perception, par les investisseurs, d'un certain risque lié aux économies émergentes ont provoqué une vague d'entrées de capitaux à court terme. La plupart des monnaies d'Europe centrale se sont alors appréciées en 2002 par rapport à l'euro ou en valeur effective nominale. Le zloty polonais a constitué une exception notable à cet égard, puisqu'il s'est trouvé soumis à des pressions pendant quelque temps du fait de la faiblesse de la croissance interne et d'une réaction différée aux amples réductions des taux d'intérêt. En Russie, grâce à l'accroissement des exportations de pétrole, l'excédent courant a avoisiné 10 % du PIB. En Turquie, la vive reprise a provoqué une augmentation des importations et, par suite de la stabilité des exportations, un déficit modeste des paiements courants égal à 1 % du PIB.

Dans cet environnement relativement favorable, les autorités monétaires des pays dotés d'un objectif d'inflation ont généralement cherché à équilibrer les effets désinflationnistes liés à l'appréciation de leur monnaie et l'incidence

... mais cette tendance pourrait s'arrêter

Les entrées d'IDE ont financé les importants déficits extérieurs

Confrontées à des entrées de capitaux et à une appréciation de la monnaie ...

expansionniste des entrées de capitaux sur la masse monétaire. Parallèlement, les banques centrales ont dû prendre en compte divers éléments : l'orientation expansionniste des politiques budgétaires, l'éventualité d'un impact défavorable de la hausse du cours de change sur les industries exportatrices et le faible niveau des taux d'intérêt sur les marchés mondiaux des capitaux. Devant cette situation, la plupart d'entre elles ont conjugué réductions de taux d'intérêt et interventions sur les marchés pour ralentir les entrées de capitaux et soulager les tensions sur le change.

... les banques centrales abaissent les taux d'intérêt et interviennent sur les marchés

La Banque Nationale Tchèque est intervenue à plusieurs reprises en 2002, abaissant son principal taux directeur au-dessous du taux d'appel d'offres de la BCE en juillet. Depuis début 2002, la Banque Nationale de Pologne a réduit de 5,75 points de pourcentage son taux clé ; cette mesure visait notamment à affaiblir le zloty mais aussi à peser sur les niveaux élevés des taux d'intérêt en termes réels, considérés comme partiellement responsables de la faible croissance en 2001-02. Confrontés à des entrées d'IDE représentant 20 % du PIB au cours des neuf premiers mois de 2002, la banque centrale et le gouvernement slovaques sont convenus de neutraliser toutes les entrées de capitaux liées aux privatisations et de n'en utiliser le produit que pour le remboursement de la dette publique et la réforme du système des retraites.

En Hongrie, les entrées de capitaux à court terme ont été enravées par des contrôles temporaires

La Hongrie a connu une expérience encore plus spectaculaire. Les 15 et 16 janvier 2003, en quelques heures, environ €4-5 milliards de capitaux à court terme représentant plusieurs points de pourcentage du PIB annuel ont afflué dans le pays. Ces entrées étaient alimentées par des rumeurs de relèvement de la limite de 15 % d'appréciation du forint au-dessus de sa parité centrale vis-à-vis de l'euro. Pour contrer cette attaque, la Banque Nationale a abaissé de 200 points de base les taux directeurs, plafonné les dépôts à court terme et est intervenue massivement sur le marché des changes. Ces mesures exceptionnelles ont calmé la spéculation. Cependant, les niveaux plus bas des taux d'intérêt, conjugués à la dépréciation ainsi provoquée du forint, ont aggravé les tensions inflationnistes, contraignant la banque centrale à relever son objectif d'inflation pour la fin de 2003.

Caractère durable des récents résultats

Les bons résultats peuvent-ils perdurer ?

Le contraste entre les évolutions généralement favorables observées dans les PECO et les perspectives incertaines pour l'Europe occidentale soulève une question fondamentale : ces pays seront-ils capables de conserver leur rythme de croissance récent et de continuer ainsi à rattraper progressivement les niveaux de vie de l'Union européenne ? Une forte croissance est également nécessaire pour atténuer les pressions exercées par un taux de chômage toujours aussi élevé, qui constitue l'aspect le moins favorable du tableau macroéconomique global de cette région.

Plusieurs facteurs sembleraient infirmer une poursuite des tendances positives récentes. Premièrement, les perspectives de l'Europe occidentale ne se sont pas améliorées, de sorte que les exportations pourraient ralentir. Deuxièmement, les niveaux élevés des déficits budgétaires et des paiements courants excluent de pouvoir compter durablement sur la demande intérieure

comme principale source de croissance. Troisièmement, il n'est pas sûr que la récente expansion du crédit interne, élément qui contribue pour beaucoup au dynamisme de la demande intérieure, soit tenable à moyen terme.

Cependant, un examen plus approfondi de ces arguments montre que certains sont bien moins pertinents que d'autres. S'agissant du premier, des faits récents donnent à penser que les PECO sont peut-être devenus moins dépendants des exportations vers l'Union européenne. Les sociétés étrangères détiennent à présent une part non négligeable du secteur industriel de la région. Or, elles y ont souvent délocalisé leur production pour bénéficier d'une base d'exportation à meilleur coût, non seulement pour l'Union européenne mais également pour les autres marchés (PECO et Asie compris). Cela s'est traduit par une augmentation de la part des marchés hors UE dans le total des exportations de la région et, depuis 1999, par une corrélation moins étroite entre les exportations des pays en voie d'adhésion et la production industrielle de la zone euro. Certes, il est encore difficile de savoir si cette tendance est de nature plutôt cyclique que structurelle, mais elle n'en contraste pas moins avec le mouvement inverse observé durant la majeure partie des années 90. Dans le même temps, les coûts de la main-d'œuvre en Slovaquie, qui sont les plus élevés de la région, ne représentaient que 25 % de ceux de l'Allemagne de l'Ouest, en tête de l'UE à cet égard. Cet avantage en termes de coûts est sans doute de nature à accroître encore, mais plus modestement, la part des exportations des PECO vers l'Europe occidentale, voire ailleurs.

Dans quelle mesure les déséquilibres extérieurs menacent-ils la croissance ? Hormis la Russie et la Slovaquie, la majorité des PECO enregistrent d'importants déficits des paiements courants depuis le début de la période de transition. Pour des pays engagés dans un processus de rattrapage, un tel déséquilibre se justifie par un investissement interne supérieur à l'épargne intérieure. Entre 1994 et 2002, les entrées d'IDE ont financé en moyenne 90 % des déficits courants restés plutôt stables. En fait, hormis la Russie, l'augmentation du déficit consolidé des paiements courants depuis 2000 a été inférieure à 1/2 % du PIB. En outre, à quelques exceptions près, les épisodes passés de renversements substantiels des déséquilibres courants n'ont généralement pas affecté la croissance du PIB de façon prolongée. Néanmoins, les vulnérabilités vis-à-vis de l'extérieur continuent à susciter des préoccupations. Les flux annuels d'IDE sont souvent volatils à cause de projets de privatisation importants. De plus, les pays de cette région sont davantage exposés depuis quelque temps aux entrées de capitaux à court terme, évolution qui risque de s'accroître après l'adhésion à l'UE (voir ci-après).

Le troisième facteur susceptible de freiner la croissance dans un avenir proche pourrait être lié à la nécessité de modérer l'expansion du crédit à la consommation. La plupart des banques ont été privatisées et, grâce à l'ouverture notable de leur capital aux participations et au contrôle de l'étranger, l'efficacité du système financier et l'efficacité de la gestion des risques se sont nettement accrues. Ces deux dernières années, la forte progression des revenus des particuliers, conjuguée à la baisse des taux d'intérêt et à l'accroissement de la concurrence, a incité les banques bulgares, croates, hongroises, roumaines et tchèques à développer leur activité de prêt

Les exportateurs ont diversifié leurs marchés et restent compétitifs

Les déficits des paiements ont été stables ...

... mais une poursuite de l'expansion du crédit intérieur comporte des risques

aux ménages dans une proportion annuelle de 20 % à 60 %. Cette forte progression s'explique notamment par la part peu importante de tels prêts dans le crédit bancaire. Si cette tendance devait se poursuivre, elle pourrait cependant exposer les banques à un risque de crédit substantiel, car la plupart des prêts aux particuliers ne sont pas correctement garantis en raison des lacunes de la législation sur l'utilisation des sûretés. Une autre source de préoccupation potentielle réside dans le fait que l'intensification de la concurrence entre banques a entraîné une contraction manifeste des marges d'intermédiation qui pourrait s'avérer insoutenable.

La situation des finances publiques représente une préoccupation majeure

La situation des finances publiques est, en revanche, beaucoup plus préoccupante. Les déficits budgétaires de la Croatie, de la Hongrie, de la Pologne, de la République tchèque et de la Slovaquie se sont creusés depuis 2000, pour atteindre 5 % du PIB et même davantage. Cette détérioration est en grande partie structurelle, c'est-à-dire liée à des changements d'ordre législatif qui ont pérennisé les augmentations des prestations sociales et des salaires du secteur public. L'adhésion à l'Union européenne soumettra également les dépenses publiques à de nouvelles contraintes réglementaires dans des domaines comme la protection de l'environnement. Une difficulté supplémentaire provient du fait que, dans certains pays, jusqu'à deux tiers de la dépense totale relèvent d'une législation étrangère au budget. C'est pourquoi des dépenses discrétionnaires ont souvent été engagées par le biais d'activités parafiscales (garanties, ressources hors budget) qui manquent de transparence et peuvent constituer des éléments d'incertitude substantiels en regard de la politique monétaire.

La Turquie doit également traiter ses problèmes de dette

La Turquie est également confrontée à une dette publique qui dépasse maintenant 80 % du PIB, soit davantage que la plupart des autres grandes économies émergentes (tableau III.4). Pour atteindre l'objectif de réduction du ratio d'endettement à moins de 70 % d'ici fin 2004, les autorités se sont engagées à obtenir un excédent primaire de 6¹/₂ % du PIB (contre 4¹/₂ % en 2002) et à ramener l'inflation à 20 % d'ici fin 2003 (contre 30 % au premier trimestre). Cependant, les paiements au titre de la dette sont élevés puisque les taux d'intérêt avoisinent 20 % en termes réels ; de plus, une grande partie de cette dette, même si elle est émise et détenue au plan national, est liée aux taux courts ou au change, dont les fluctuations affectent sa viabilité. Un risque supplémentaire vient de ce que les objectifs ambitieux d'accroissement des recettes et de compression des dépenses ne seront pas atteints si les privatisations et les réformes, politiquement difficiles à appliquer, de la fonction publique et du système bancaire ne progressent pas comme prévu.

Enjeux de l'adhésion à l'UE

Les effets des prochaines étapes de l'intégration se font déjà sentir

Après leur entrée dans l'Union européenne en mai 2004, les candidats à l'adhésion prévoient de participer au mécanisme de change du Système monétaire européen (MCE II). Au bout de deux ans de participation au MCE II, ils deviendront membres de l'UEM, sous réserve de répondre aux autres critères de Maastricht. Bien qu'il soit peu probable que la première vague de nouveaux membres rejoignent l'UEM avant 2007 ou 2008, la perspective de

leur intégration à la zone euro influe déjà sur les attentes du marché, comme en témoignent les taux obligataires à long terme, qui convergent vers les niveaux de ceux de la zone euro. En outre, le contexte de l'action des pouvoirs publics a été affecté lui aussi, puisque les politiques macroéconomiques doivent satisfaire aux critères de Maastricht tout en gérant des entrées de capitaux importantes.

Il est maintenant évident qu'à l'approche de l'adhésion à l'UEM le principal problème est celui des amples déficits budgétaires et, dans certains pays, de l'inflation relativement élevée (tableau III.7). Bien que l'objectif à moyen terme soit de ramener en deux ans les déficits des finances publiques au-dessous de la norme Maastricht de 3 %, l'entrée dans le MCE II avec un déficit de 5–6 % du PIB pourrait inciter les banques centrales à maintenir les taux d'intérêt à court terme à un niveau supérieur à ceux de la zone euro. L'expérience hongroise examinée précédemment montre que cet écart provoquerait des entrées de capitaux à court terme et pourrait bien accentuer la volatilité de change. Un aspect particulièrement préoccupant concerne un éventuel dérapage par rapport aux ambitieuses stratégies de compression du déficit budgétaire et à ce qui pourrait alors en résulter. Compte tenu de ces engagements, les non-résidents devraient devenir les principaux acquéreurs des nouveaux emprunts d'État, situation qui pourrait aboutir à une inversion soudaine des flux d'investissements de portefeuille et engendrerait ainsi une forte dépréciation de la monnaie.

L'assainissement des finances publiques sera la clé d'une convergence en douceur

UEM : critères de convergence										
	Stabilité des prix ¹		Taux d'intérêt à long terme ²		Stabilité du cours de change ³		Déficit budgétaire ⁴		Dettes publiques ⁵	
	1999	2002	1999	2002	1999	2002	1999	2002	1999	2002
Valeur de référence ⁶	0,5 + 1,5	1,5 + 1,5	5,3 + 2	4,4 + 2	±15	±15	-3,0	-3,0	60	60
Hongrie	10,0	5,3	8,8	6,5	3,2	-5,4	-5,2	-6,7	60	50
Pologne	7,3	2,0	9,7	5,6	2,1	6,8	-2,0	-6,3	43	48
République tchèque	2,1	1,8	7,0	4,3	-1,0	-2,6	-6,3	-5,8	15	23
Slovaquie	10,5	3,4	...	7,4	1,3	-3,5	-6,4	-5,8	30	34
Slovénie	6,2	7,5	...	8,9	4,6	3,7	-2,2	-1,8	26	31
Estonie	3,3	3,6	...	3,9	-0,1	0,0	-4,6	0,7	7	5
Lettonie	2,4	1,9	...	4,4	-3,2	7,6	-3,9	-1,8	11	14
Lituanie	0,8	0,3	...	5,9	-8,5	-1,9	-8,5	-1,8	28	28
Bulgarie	2,6	5,9	9,3	5,7	-0,6	0,0	-1,0	-0,6	94	57
Croatie	4,1	2,2	12,7	6,5	4,0	0,4	-8,2	-5,0	49	52
Roumanie	45,3	22,8	...	...	39,2	22,7	-3,6	-2,9	31	29
<i>Moyenne⁷</i>	<i>8,6</i>	<i>5,1</i>	<i>9,5</i>	<i>5,9</i>	<i>3,7</i>	<i>2,5</i>	<i>-4,7</i>	<i>-3,5</i>	<i>36</i>	<i>34</i>

¹ Variation annuelle, en %, des prix à la consommation. ² Obligation d'État 10 ans (Bulgarie et Lettonie : 5 ans) en monnaie locale ; chiffres de fin d'année. ³ Écart du cours de fin d'année (en unités de monnaie locale par euro) par rapport au cours moyen respectif de 1998–99 et 2001–02. Une augmentation indique une dépréciation. ⁴ Déficit des administrations publiques (comptabilité d'exercice), en % du PIB. Pays de l'OCDE : estimations OCDE ; autres pays : FMI et sources nationales. ⁵ Dette publique (administrations publiques) nationale et extérieure, en % du PIB. ⁶ Prix et taux d'intérêt : chiffres des trois pays respectivement de l'UE et de la zone euro présentant l'inflation la plus faible ; pour les autres valeurs : selon le traité de Maastricht. ⁷ Moyenne non pondérée.

Sources : BCE ; Commission européenne ; FMI ; OCDE ; Bloomberg ; données nationales ; estimations BRI. Tableau III.7

Les entrées de capitaux mettront la politique monétaire à l'épreuve

Les entrées de capitaux pourraient mettre la politique monétaire à l'épreuve, même dans les pays qui pratiquent une politique budgétaire adéquate et enregistrent une inflation peu élevée. L'une des raisons en est que, dans les PECO, les tensions sur le change sont appelées à demeurer fortes, dans le contexte de gains de productivité intersectorielle supérieurs à ceux de la zone euro, et à attirer les capitaux à court terme. De plus, la productivité marginale élevée du capital continuera de favoriser les entrées d'IDE. Par voie de conséquence, les autorités monétaires de ces pays devront faire preuve d'une très grande prudence pour fixer les taux d'intérêt au niveau approprié : trop hauts, ils induiront des afflux excessifs de capitaux à court terme ; trop bas, ils provoqueront des investissements excessifs et, partant, de l'inflation.

Des politiques prudentes sont essentielles pour la convergence

Pour réduire au minimum les risques correspondants, les pays candidats pourraient estimer avantageux de satisfaire aux critères de Maastricht dès leur adhésion au MCE II. Cependant, des cas comme ceux de l'Italie et de l'Espagne au début des années 90 montrent que, plus la convergence semble proche, plus elle peut s'avérer difficile. Parvenir à une convergence nominale dans les deux ou trois prochaines années pourrait ainsi se révéler plus délicat pour les décideurs des PECO que ne le suggèrent les données actuelles, d'où la nécessité de poursuivre des politiques macroéconomiques prudentes.

Afrique et Moyen-Orient

Ralentissement de la croissance en Afrique en 2002

Grâce notamment à des politiques budgétaires et monétaires plus prudentes et à sa dépendance limitée vis-à-vis du commerce extérieur, l'Afrique a été préservée du ralentissement mondial en 2001. La croissance a tout de même fléchi l'année dernière (tableau III.8), en raison de la faiblesse persistante dans la zone euro (principal partenaire commercial) et de divers problèmes locaux : mauvais contrôle des déficits budgétaires et quotas de production pétrolière au Nigeria ; déficits budgétaires substantiels et saisie des fermes commerciales au Zimbabwe ; recul des recettes du tourisme à la suite des attentats, sévère sécheresse dans le Nord et le Sud du continent ; accentuation des dommages causés par l'épidémie du sida. Dans le même temps, le taux médian d'inflation n'a atteint que 4 1/2 % l'an passé, non loin de celui de l'Amérique latine et de l'Asie, et a même été inférieur dans les pays du Maghreb (Algérie, Maroc et Tunisie) qui sont dotés d'objectifs d'agrégat monétaire. Parmi ces trois pays, les résultats économiques de l'Algérie en 2003 devraient s'améliorer, grâce aux exportations de pétrole et de gaz.

Dans les pays de la zone CFA, croissance inférieure aux prévisions

Dans les pays de la zone CFA, la croissance en 2002 a été légèrement inférieure aux prévisions, la crise en Côte-d'Ivoire et les conditions défavorables sur les marchés internationaux des produits de base ayant pesé sur plusieurs économies de la région.

Détérioration des finances publiques et des paiements courants au Nigeria

Au Nigeria, l'accroissement des dépenses budgétaires a été supérieur à celui des recettes pétrolières en 2001, entraînant une détérioration du solde budgétaire et des paiements courants. Il s'en est suivi une dépréciation de la monnaie, une hausse des prix et une récession. Au second semestre de

Afrique et Moyen-Orient : croissance de la production et inflation								
Variation annuelle moyenne, en %								
	PIB réel				Prix à la consommation			
	1995-2000	2001	2002	2003 ¹	1995-2000	2001	2002	2003 ¹
Afrique	3,4	3,6	3,4	3,9	18,9	13,0	9,3	10,1
Maghreb ²	3,1	4,1	3,3	4,4	6,4	2,6	2,2	3,3
Zone CFA	4,1	3,9	3,7	3,4	4,4	4,2	3,4	3,0
Nigeria	3,1	2,8	0,5	6,7	20,4	18,9	12,9	15,3
Afrique du Sud	2,7	2,8	3,0	3,0	7,0	5,7	9,9	8,0
Moyen-Orient	4,0	2,8	2,7	4,2	9,9	3,8	6,3	7,0
Arabie Saoudite	1,9	1,2	0,7	3,5	0,6	-0,5	-0,6	1,0
Égypte	5,2	3,5	2,0	3,0	5,6	2,4	2,5	3,0
Iran	4,4	5,7	4,8	6,5	22,9	11,4	15,0	17,0
Israël	4,6	-0,9	-1,0	0,5	6,9	1,1	5,7	2,8

¹ Prévisions. ² Algérie, Maroc et Tunisie.
Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* ; données nationales.

Tableau III.8

l'année dernière, le pays a été contraint de suspendre les paiements du service de la dette sur ses emprunts officiels bilatéraux, en raison d'une sévère contraction de ses réserves de change.

En Afrique du Sud, la Banque de Réserve a aidé le rand à regagner l'essentiel du terrain perdu lors d'une dépréciation antérieure, en relevant à titre préventif son taux directeur à quatre reprises l'an dernier. L'inflation a néanmoins dépassé notablement l'objectif, et les exportations ont diminué sous l'effet d'une perte de compétitivité. Cependant, le PIB a tout de même progressé de 3 % en 2002 et devrait connaître une croissance analogue cette année ; le mérite en revient notamment à une politique budgétaire de soutien de la croissance, rendue possible par plusieurs années d'assainissement et de réduction de la dette publique. En Ouganda et en Tanzanie, la dépréciation de change a contribué à compenser les pertes importantes des termes de l'échange dues à la chute des cours du café et des autres exportations traditionnelles. En outre, les dépréciations, conjuguées à la stabilité des prix, ont encouragé une diversification vers de nouveaux secteurs d'exportation, grâce aux entrées d'IDE.

En Afrique du Sud, la croissance a été soutenue par la politique budgétaire

Au Moyen-Orient, la faible compétitivité des exportations égyptiennes et les baisses des recettes du tourisme ainsi que des entrées de capitaux ont contribué à une détérioration en termes de croissance. Le développement rapide d'un marché des changes parallèle a suscité des doutes sur le caractère durable du rattachement de la monnaie, incitant les autorités à adopter un cours de change flottant en janvier 2003. Bien que le recul ultérieur de la livre semble avoir rétabli la compétitivité extérieure, les perspectives demeurent incertaines. La dépréciation pourrait faire monter sensiblement l'inflation, en l'absence d'un nouvel ancrage nominal pour la politique monétaire. Il pourrait s'avérer également nécessaire de durcir la politique budgétaire pour enrayer l'alourdissement de la dette publique et éviter un nouvel abaissement de la note de crédit de l'Égypte.

En Égypte, la dépréciation pourrait faire monter l'inflation

Les prix ont augmenté en Iran mais baissent en Arabie Saoudite

En Iran, la croissance s'est intensifiée ces dernières années et le solde des paiements courants s'est amélioré. Toutefois, l'inflation élevée (à cause notamment de la dégradation des finances publiques) demeure préoccupante. En revanche, les prix à la consommation baissent en Arabie Saoudite depuis 1998, malgré un déficit budgétaire substantiel et un ratio dette publique/PIB proche de 100 %. En dépit du ralentissement de la progression du PIB en 2002, dû à la diminution des exportations de pétrole, l'excédent courant a continué d'avoisiner 5 % du PIB. Cela a permis de renforcer les réserves officielles et de maintenir ainsi les taux d'intérêt à un niveau très bas. La croissance devrait s'améliorer en 2003, même si les perspectives restent étroitement dépendantes de l'évolution du marché pétrolier.

Récession en Israël

En Israël, la récession apparue avec l'éclatement de la bulle informatique s'est aggravée et le chômage a dépassé 10 %. Le déséquilibre budgétaire demeure important et le déficit des paiements courants s'est amplifié, passant à plus de 2 % du PIB. Pour éviter un dépassement de l'objectif d'inflation et une flambée des anticipations d'inflation consécutive à la dépréciation du shekel, la banque centrale a relevé de plus de 500 points de base son taux débiteur. Cette mesure a fini par enrayer la dépréciation et stabilisé l'inflation. Les enquêtes menées auprès des entreprises et des consommateurs semblent indiquer, dans le meilleur des cas, une remontée modeste du PIB cette année, les questions de sécurité continuant à peser sur les recettes liées au tourisme et aux exportations.