

### III. Économies émergentes

#### Faits marquants

Les incertitudes entourant les perspectives des économies émergentes (ÉcÉm) se sont accentuées pendant la période examinée. Bien que, l'an dernier, la croissance y ait été encore nettement plus forte que dans le reste du monde, les répercussions possibles des turbulences dans les principaux centres financiers pourraient accentuer le risque d'un ralentissement. Les cours des actions dans bon nombre d'ÉcÉm, en forte hausse pendant la majeure partie de 2007, se sont d'ailleurs affaiblis ces derniers mois, ce qui donne à penser que les anticipations de croissance sont en baisse. Parallèlement, les nouvelles flambées des prix du pétrole et des produits alimentaires ont renforcé les tensions inflationnistes. Comme dans les économies avancées, ces forces divergentes créent un dilemme de taille pour la politique monétaire. Une autre complication vient du fait que nombre d'ÉcÉm s'opposent encore à une appréciation de leur monnaie. De plus, avec le recul des taux américains, les écarts de taux d'intérêt se sont creusés par rapport au dollar. Cela a attiré de nouvelles entrées de capitaux, rendant plus difficile le recours au resserrement monétaire pour maîtriser l'accélération de l'inflation.

Les évolutions dans les économies avancées pourraient aussi poser des défis de taille. Premièrement, un ralentissement marqué aux États-Unis serait préjudiciable aux ÉcÉm qui, même si elles ont fait preuve d'une résistance remarquable jusqu'à présent, dépendent encore largement de la demande extérieure. Deuxièmement, un durcissement des conditions sur les marchés financiers mondiaux réduirait la marge de manœuvre des ÉcÉm qui présentent d'importants déficits courants et de celles qui dépendent des emprunts bancaires à l'étranger.

#### Évolutions macroéconomiques

Une croissance vigoureuse...

Dans l'ensemble, la croissance dans les ÉcÉm s'est établie à 7,7 % en 2007, ce qui est supérieur au rythme moyen de 7 %, déjà rapide, enregistré en 2003–2006 (tableau III.1). D'après les projections actuelles, elle devrait être de 6,7 % en 2008, malgré le ralentissement marqué dans le monde industrialisé anticipé par les prévisions consensuelles.

...avec des risques d'essoufflement

Conformément à la tendance de ces dernières années, le principal moteur de la croissance économique dans toutes les régions émergentes reste la demande intérieure, témoignant du dynamisme de la consommation privée et de l'investissement (graphique III.1). Les exportations nettes ont aussi apporté des contributions positives à la croissance en Chine et dans d'autres économies de l'Asie émergente, mais négatives en Amérique latine. Une

Croissance, inflation et solde des paiements courants									
	PIB réel <sup>1</sup>			Prix à la consommation <sup>1</sup>			Solde des paiements courants <sup>2</sup>		
	2003–2006	2007	2008	2003–2006	2007	2008	2003–2006	2007	2008
Économies émergentes	7,0	7,7	6,7	5,4	5,5	7,0	439	788	803
Asie	8,4	9,2	7,9	3,3	4,2	5,8	238	522	457
Chine	10,5	11,9	10,0	2,1	4,8	6,3	131	372	348
Inde <sup>3</sup>	8,9	8,7	7,7	5,5	4,6	6,0	-2	-15	-23
Autres <sup>4</sup>	5,2	5,8	4,9	3,7	3,0	5,0	109	166	132
Amérique latine	4,5	5,6	4,5	6,3	6,1	6,6	32	27	-10
Brésil	3,4	5,4	4,8	6,4	4,5	5,1	11	3	-22
Mexique	3,4	3,2	2,6	4,1	3,8	4,2	-6	-7	-11
Autres <sup>5</sup>	6,9	7,9	5,9	8,1	10,0	10,6	27	31	23
Europe (hors Russie)	6,1	5,6	4,6	7,3	5,6	7,1	-64	-119	-146
Pologne	4,8	6,5	5,3	1,9	2,4	4,2	-8	-16	-24
Turquie	7,5	4,5	4,0	14,0	8,8	9,7	-20	-38	-45
Autres <sup>6</sup>	5,7	5,9	4,8	5,0	5,0	6,7	-37	-65	-78
Russie	7,1	8,1	7,3	11,7	9,0	12,3	69	80	81
Afrique <sup>7</sup>	5,9	6,3	6,3	7,1	6,3	7,5	11	2	22
Afrique du Sud	4,6	5,1	4,1	3,8	7,1	8,5	-9	-21	-21
Moyen-Orient <sup>7</sup>	6,1	5,8	6,1	6,6	10,4	11,5	151	275	398
G 7	2,4	2,3	1,4	2,1	2,1	3,0	-478	-457	-433

2008 : estimations fondées, pour la plupart, sur les prévisions consensuelles publiées en mai (sauf Europe et Russie). Afrique et Moyen-Orient : prévisions du FMI.

<sup>1</sup> Variation annuelle, en %. Total et groupes : moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 2005. Moyenne sur la période (Amérique latine : inflation en fin de période). <sup>2</sup> En milliards de dollars. Total et groupes : somme des soldes des économies citées. <sup>3</sup> Données de l'année budgétaire commençant en avril ; inflation : prix de gros. <sup>4</sup> Corée, Hong-Kong RAS, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taïwan (Chine) et Thaïlande. <sup>5</sup> Argentine, Chili, Colombie, Pérou et Venezuela. <sup>6</sup> Albanie, Bosnie-Herzégovine, Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Macédoine (ERY), République tchèque, Roumanie, Slovaquie et Slovénie. <sup>7</sup> Groupe défini par le FMI (*Perspectives de l'économie mondiale*).

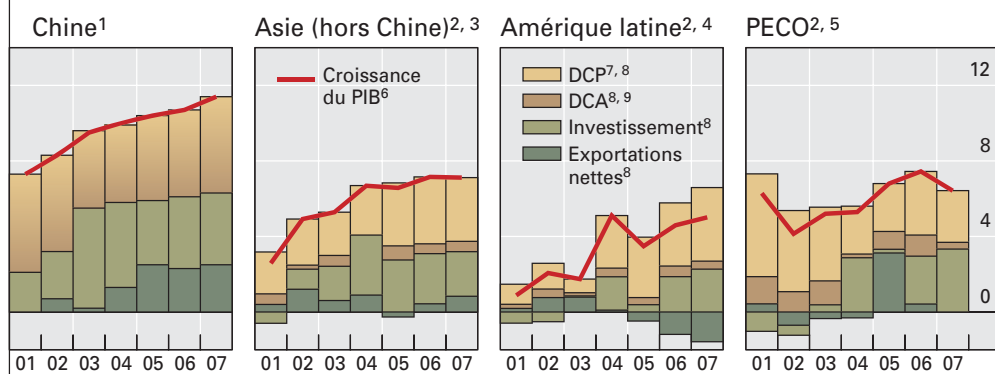
Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* ; © Consensus Economics ; données nationales. Tableau III.1

question essentielle, qui sera traitée plus loin dans ce chapitre, est de savoir dans quelle mesure l'activité dans les ÉcÉm sera soutenue par une demande intérieure vigoureuse dans un contexte de ralentissement aux États-Unis. En somme, le risque pour les ÉcÉm est celui d'un essoufflement de la croissance.

Dans ces conditions de forte croissance en 2007, la hausse de l'IPC s'est nettement accentuée dans toutes les grandes régions émergentes (graphique III.2). L'accélération de l'inflation, particulièrement manifeste au second semestre, a été la plus prononcée en Asie (le taux d'inflation sur 12 mois y est passé de moins de 3 % à plus de 6 % entre fin 2006 et avril 2008) et en Amérique latine (de 4,1 % à 5,7 %). Dernièrement, l'inflation a dépassé sa limite assignée pour 2008 dans 15 des 17 plus grandes ÉcÉm annonçant des objectifs officiels ou officieux – et largement, pour les cibles informelles, en Chine et en Inde. En Corée et au Mexique, l'inflation est récemment restée supérieure à sa limite ou en est demeurée proche. Des hausses prononcées du taux d'inflation ont été enregistrées dans de nombreux autres pays, notamment en Afrique du Sud, au Chili, en Indonésie, aux Philippines, en République tchèque, en Russie et en Thaïlande. Au Brésil, où l'inflation s'est maintenue à l'intérieur de la fourchette ciblée, de vives accélérations de

L'inflation s'accélère et dépasse les objectifs

## Contributions à la croissance du PIB réel



<sup>1</sup> Ventilation entre consommation du secteur privé et des administrations publiques non disponible. <sup>2</sup> Moyenne pondérée des économies citées, sur la base des PIB et PPA de 2005. <sup>3</sup> Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taïwan (Chine) et Thaïlande. <sup>4</sup> Brésil, Chili, Colombie, Mexique et Pérou. <sup>5</sup> Hongrie, Pologne et République tchèque. <sup>6</sup> En %. <sup>7</sup> Dépense de consommation privée. <sup>8</sup> En pts de %. <sup>9</sup> Dépense de consommation des administrations publiques.

Sources : JPMorgan Chase, *World Financial Markets* ; données nationales.

Graphique III.1

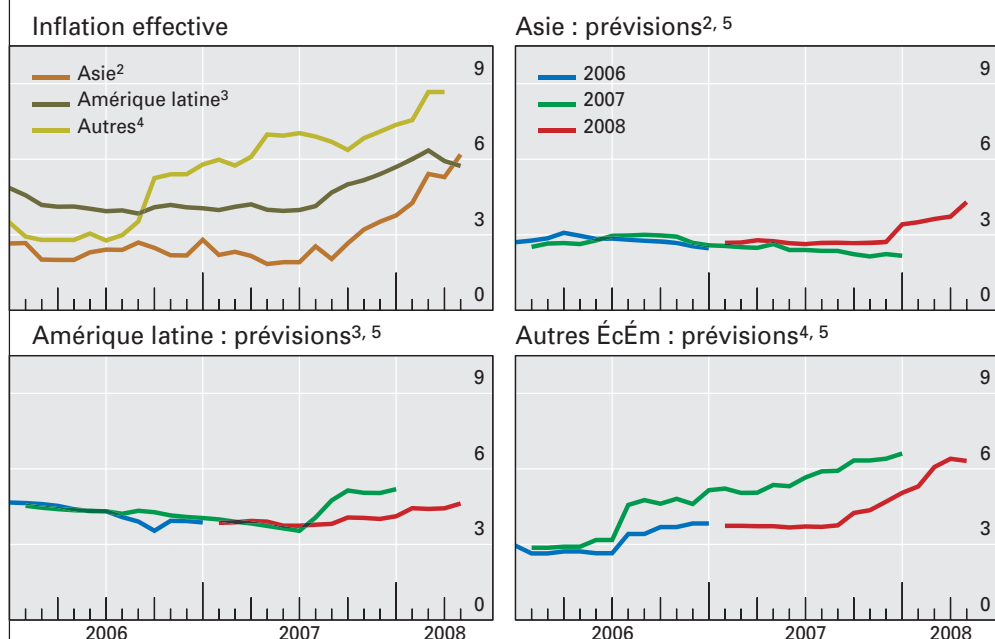
l'inflation IPC (effective et projetée) ont fait craindre que le haut de la fourchette ne soit dépassé à la fin de 2008.

Des prévisions d'inflation en hausse...

En 2007, les prévisions d'inflation pour 2008 se sont inscrites en hausse en Amérique latine, en Asie et dans d'autres ÉcÉm (graphique III.2), après une longue période de stabilité générale de ce genre de prévisions. Ces révisions

## Hausse des prix à la consommation

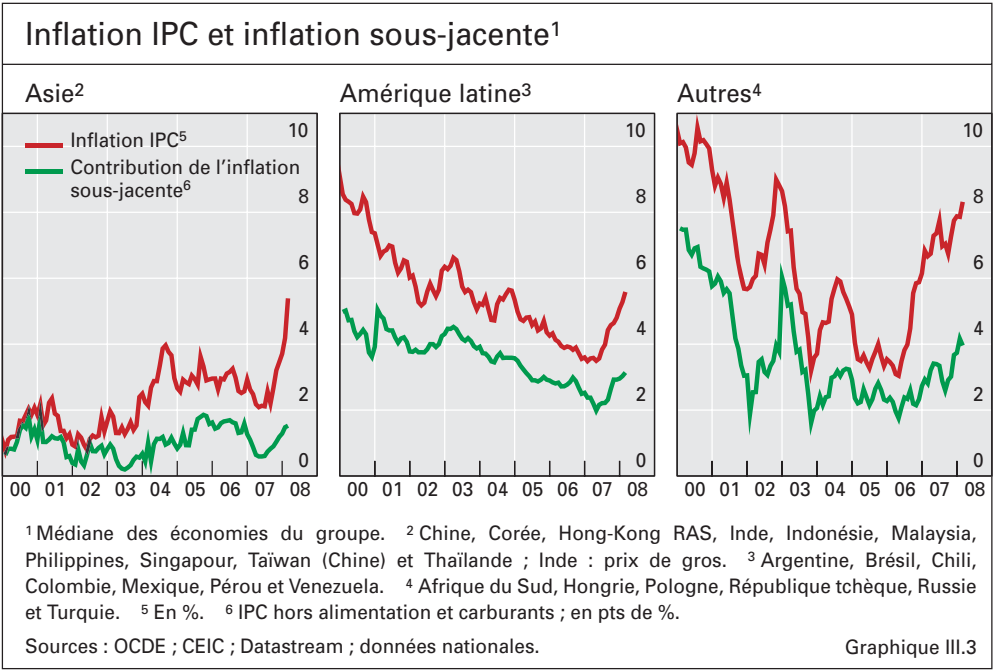
Variation annuelle, en %<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Médiane des économies du groupe. <sup>2</sup> Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taïwan (Chine) et Thaïlande. <sup>3</sup> Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. <sup>4</sup> Afrique du Sud, Arabie Saoudite, Hongrie, Pologne, République tchèque, Russie et Turquie. <sup>5</sup> Prévisions consensuelles ; taux d'inflation en moyenne sur l'année (Amérique latine et Russie : en fin d'année) ; les observations sont représentées au mois de publication de la prévision.

Sources : FMI ; © Consensus Economics ; données nationales.

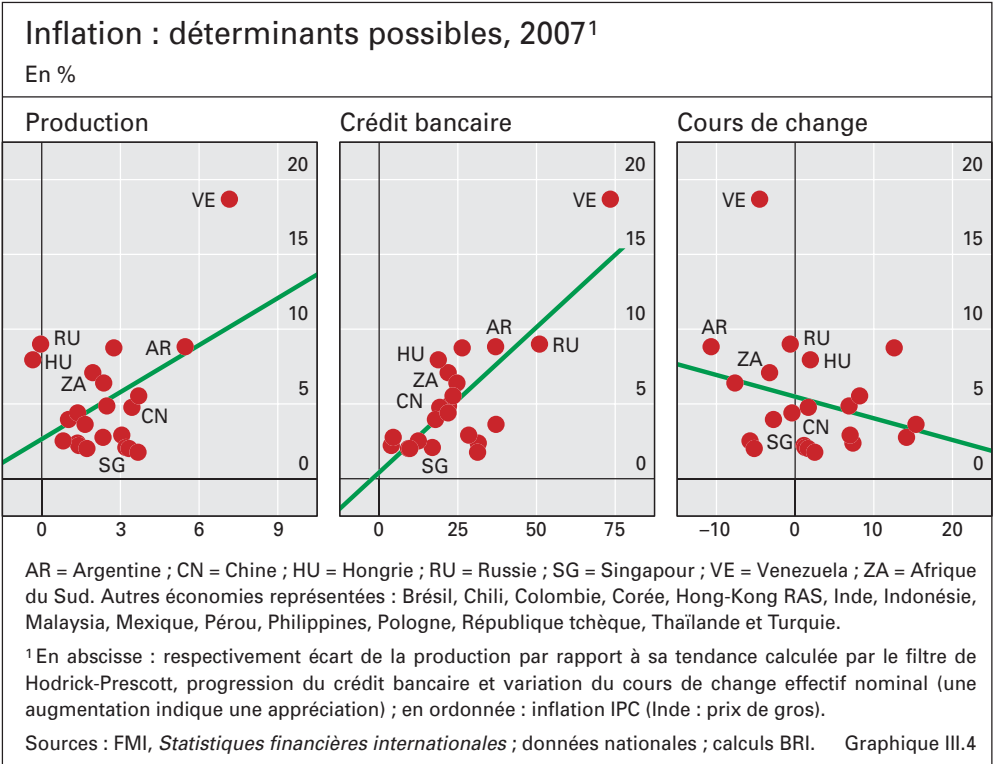
Graphique III.2



reflètent sans doute une interaction entre augmentations salariales, anticipations de nouvelles montées des prix des produits alimentaires et de l'énergie, et tensions liées à la demande.

Les tendances salariales dans les Écém sont difficiles à évaluer en raison de l'absence de données comparables d'un pays à l'autre. Des signes témoignent, cependant, d'augmentations salariales plus rapides dans certaines grandes économies. Par exemple, la hausse annuelle des salaires a dépassé 10 % en Chine, s'établissant en moyenne à 14,4 % en 2001–2006

...pourraient refléter des augmentations salariales...



et atteignant 17,7 % au troisième trimestre 2007. Cela reflète non seulement les tensions exercées par la demande, qui alimentent les revendications salariales, mais aussi des changements structurels, notamment le relèvement des salaires minimums et la nouvelle législation du travail qui a renforcé les droits contractuels des travailleurs. En Inde, des enquêtes auprès du secteur privé montrent des progressions supérieures à 10 % ces dernières années, tandis que d'importants ajustements des traitements des fonctionnaires ont également été proposés.

...l'anticipation d'une inflation persistante...

On peut s'attendre à une élévation persistante du taux d'inflation IPC, pour deux raisons. D'abord, on ne perçoit pas de signes concordants d'une modération de la montée des prix des produits alimentaires et de l'énergie, lesquels entrent souvent pour une bonne part dans l'indice des prix IPC (*infra*). Ensuite, le taux d'inflation structurel, mesuré hors alimentation et énergie, a lui-même commencé d'augmenter dans toutes les régions émergentes, vers le second semestre 2007 (graphique III.3) ; sa contribution médiane à l'inflation IPC est de 2,5 points de pourcentage au début de 2008, pour un taux d'inflation IPC à 6,3 %.

...et des tensions liées à la demande

Un certain nombre d'indicateurs donnent à penser que les tensions liées à la demande ont, elles aussi, beaucoup contribué à l'inflation dans les ÉcÉm. Bien que l'analyse des corrélations simples appelle une interprétation prudente, l'inflation a été souvent plus marquée dans les pays où la production réelle s'est située au-dessus de son évolution tendancielle estimée (graphique III.4, cadre de gauche) ou dans ceux où la croissance du PIB a été plus rapide (non représenté). L'inflation a aussi été fréquemment supérieure dans les pays affichant une expansion rapide du crédit et où le cours de change s'est moins apprécié (graphique III.4, cadres du milieu et de droite) – évolutions qui, comme nous le verrons plus loin, semblent dues en partie à une orientation souple de la politique monétaire et à des interventions massives sur les changes.

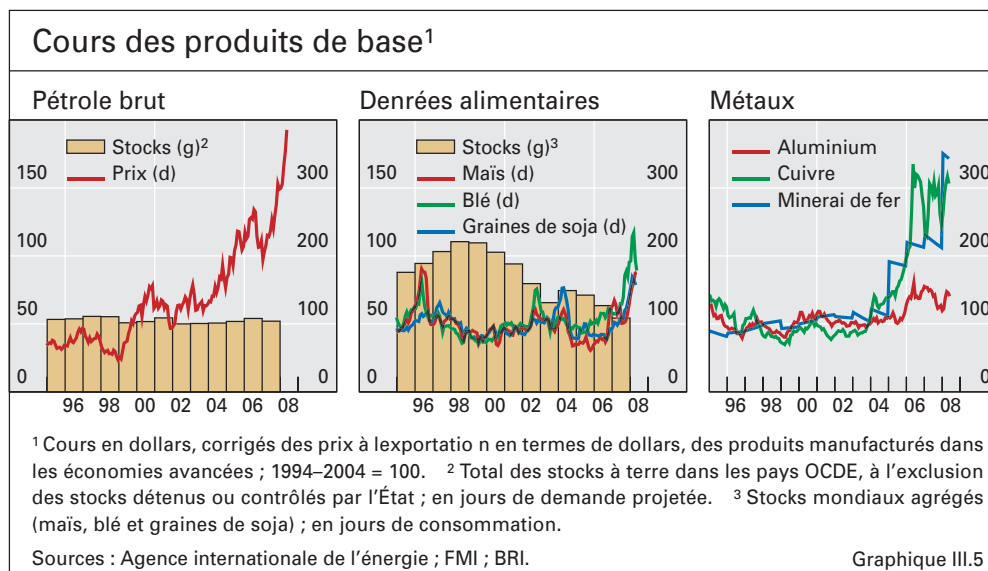
## Évolution des cours des produits de base

L'augmentation des cours des produits de base...

Les cours des produits de base se sont inscrits en hausse dans le courant de la décennie, mais surtout ces deux dernières années. Après un recul temporaire en 2006, les cours du pétrole ont augmenté, en dollars, de 47 % en 2007 ; début mai 2008, ils avaient encore progressé de 29 %. Les prix des denrées alimentaires, comme les céréales et les oléagineux (mais aussi le riz, qui ne donne pas lieu à un important négoce international), ont flambé depuis mi-2006. Les cours des métaux ont suivi des évolutions plus diverses, mais de vives hausses des cours du cuivre et du minerai de fer ont également été constatées (graphique III.5).

...témoigne du dynamisme de la demande mondiale

Cette ascension prolongée des cours de certains grands produits de base résulte d'une hausse persistante de la demande, qui n'a pas été satisfaite par un accroissement correspondant de l'offre. Du côté de la demande, les conditions monétaires relativement souples dans le monde ont soutenu une croissance économique généralement robuste. Ce phénomène a été renforcé par la dépréciation du dollar, ces dernières années, qui a contribué à la hausse



des cours en dollars des produits de base. Selon une récente estimation du FMI, une dépréciation de 1 % du dollar en termes effectifs nominaux entraîne, en un an, un renchérissement du cours du pétrole en dollars de plus de 1 %. Un autre déterminant majeur de la demande de produits de base aura été l'industrialisation très rapide de pays hors OCDE, notamment la Chine et, plus récemment, l'Inde. Du côté de l'offre, un certain nombre de contraintes, notamment des retards dans le développement des capacités de production et la hausse des coûts de production, ont également joué un rôle.

Les évolutions sur les marchés du pétrole et des denrées alimentaires illustrent certaines de ces tendances. S'agissant du pétrole, la demande mondiale a crû en moyenne d'environ 1,6 % par an durant la décennie, mais la progression est de 6,7 % pour la Chine. La part de ce pays dans la demande mondiale de pétrole dépasse désormais celle de la Corée et du Japon réunis et se rapproche de celle des pays OCDE de la région Pacifique (tableau III.2). La demande de pétrole dans les ÉcÉm a été soutenue par des subventions publiques, destinées à protéger les consommateurs de la hausse des prix et à favoriser le développement de certains secteurs manufacturiers (par exemple,

Des subventions soutiennent la demande de pétrole...

Demande mondiale de pétrole <sup>1</sup>						
	Monde	Amérique du Nord <sup>2</sup>	Europe OCDE <sup>3</sup>	Pacifique OCDE <sup>4</sup>	Chine	Reste du monde
1991–2000	1,4	1,4 (30,5)	0,9 (20,2)	1,8 (11,6)	7,6 (6,3)	0,5 (31,3)
2001–2007	1,6	1,3 (29,8)	-0,2 (17,8)	-1,1 (9,6)	6,7 (8,8)	2,8 (34,0)

<sup>1</sup> Variation annuelle moyenne, en % ; entre parenthèses : part, en %, de la demande mondiale de pétrole en fin de période. <sup>2</sup> Canada, États-Unis et Mexique. <sup>3</sup> Allemagne, Autriche, Belgique, Danemark, Espagne, Finlande, France, Grèce, Hongrie, Irlande, Islande, Italie, Luxembourg, Norvège, Pays-Bas, Pologne, Portugal, République tchèque, Royaume-Uni, Slovaquie, Suède, Suisse et Turquie. <sup>4</sup> Australie, Corée, Japon et Nouvelle-Zélande.

Sources : Agence internationale de l'énergie ; OCDE. Tableau III.2

l'automobile). Dans plusieurs ÉcÉm – dont la Chine, l'Inde, l'Indonésie et la Malaysia, ainsi qu'en Amérique latine et au Moyen-Orient –, les pouvoirs publics continuent de subventionner la consommation d'énergie au niveau de la distribution de détail.

...dont l'offre est limitée

Alors même que la demande s'accroissait, les contraintes d'offre dans certains pays ont gonflé les cours du pétrole, malgré l'augmentation de l'offre par l'OPEP. Selon les projets d'investissement actuels, la capacité de production de l'Arabie Saoudite devrait être portée de 10,5 millions de barils par jour (mb/j) en 2005 à 12,5 mb/j en 2009. En revanche, l'offre des pays hors OPEP a été freinée par des considérations de coût. Pour les quatre plus grandes entreprises pétrolières privées hors OPEP, le coût du développement de nouveaux gisements s'est alourdi de 45–70 % sur la période 2003–2006 ; le coût d'une hausse de la production est bien plus élevé pour ces entreprises que pour celles d'Arabie Saoudite ou des États-Unis. La capacité excédentaire globale dans l'industrie du pétrole est tombée de 5 mb/j en 2000 à un creux de 1 mb/j en 2005, avant de se redresser un peu à 2,2 mb/j en 2007. Les études montrent que la faiblesse de la capacité excédentaire contribue au renchérissement du pétrole. Elle limite la possibilité d'augmenter la production pour compenser les tensions de la demande ou surmonter des dérèglements de l'offre. Elle oblige également à détenir des stocks plus importants pour lisser les fluctuations des prix. Or, les stocks mondiaux sont, dans l'ensemble, restés stables depuis le début des années 1990 (graphique III.5, cadre de gauche). Ce facteur de renchérissement a été renforcé par les tensions géopolitiques et la baisse des stocks moyens de pétrole dans certains pays gros consommateurs.

Demande alimentaire stimulée par une croissance rapide

S'agissant des denrées alimentaires, la forte croissance du PIB dans les ÉcÉm, ces dernières années, a gonflé la demande. Des changements structurels ont accentué cette influence. Par exemple, la hausse du revenu par habitant, notamment en Chine, a entraîné une augmentation de la demande de céréales, en particulier pour nourrir les animaux d'élevage. Selon les estimations de l'Organisation des Nations Unies pour l'alimentation et l'agriculture (FAO), la consommation de céréales par habitant dans les pays en développement a augmenté de 20 % de 1962 à 2003, tandis que celle de viande triplait. L'incidence de la demande sur le cours des céréales est amplifiée du fait que, selon certaines estimations, il faut de deux à cinq fois plus de céréales, à calories égales, pour produire de la viande. En 2002, environ un tiers de la production mondiale de céréales a servi à l'alimentation d'animaux de boucherie. Par ailleurs, les pouvoirs publics ont aussi stimulé la demande de produits agricoles. En particulier, les subventions accordées pour la production de biocarburants ont développé la demande de maïs et de soja, ce qui a entraîné un renchérissement d'autres cultures vivrières, en partie délaissées à leur profit.

L'action publique limite l'offre alimentaire

Du côté de l'offre, l'urbanisation a réduit la superficie consacrée à l'agriculture dans certaines ÉcÉm. L'augmentation des prix du pétrole et du gaz a en outre entraîné une hausse du coût des engrais et du transport. Les politiques des pouvoirs publics dans les économies avancées, y compris le gel de terres agricoles pour soutenir les prix, continuent de limiter les réactions de

la production à une poussée de la demande. Enfin, la baisse des stocks a renforcé les tensions sur les prix (graphique III.5, cadre du milieu). Les contraintes d'offre ont été particulièrement évidentes pour le blé, dont la culture a pâti de mauvaises conditions en 2006–2007, même si ces conditions se sont récemment améliorées.

La cherté des produits de base va-t-elle perdurer ? À court terme, le ralentissement de la croissance aux États-Unis tendra à inverser les récentes envolées des cours, ou du moins à tempérer d'autres augmentations. Cela étant, les cours resteront soutenus tant que la croissance des ÉcÉm, Chine en particulier, se maintiendra à son rythme rapide. Le récent abaissement des taux d'intérêt aux États-Unis favorise également la cherté des produits de base. Cet effet sera amplifié si les conditions restrictives du crédit sur les marchés mondiaux devaient s'assouplir comme prévu. À moyen terme, certains facteurs structurels de la demande évoqués précédemment, telle la mutation économique en Chine et en Inde, semblent devoir persister. Les facteurs et les contraintes liés à l'offre mentionnés plus haut (par exemple le renchérissement des productions agricole et pétrolière) vont vraisemblablement, eux aussi, influencer la détermination des cours des produits de base pendant encore un certain temps.

Les facteurs structurels continueront de soutenir les cours des produits de base

## Soldes extérieurs et flux de capitaux

Les ÉcÉm dans leur ensemble ont continué de dégager des excédents des paiements courants et de recevoir des entrées nettes de capitaux privés en 2007. L'excédent courant a encore augmenté en Asie, pour atteindre environ 6½ % du PIB régional, et il s'est légèrement contracté en Amérique latine, ne représentant plus qu'environ ¾ % du PIB. L'excédent des exportateurs de pétrole du Moyen-Orient s'est maintenu à environ 20 % du PIB, tandis que celui de la Russie est retombé à moins de 6 %. À l'opposé, en Afrique du Sud et dans les pays d'Europe centrale et orientale (PECO), le déficit s'est creusé, respectivement à 7¼ % et à 6½ % du PIB. Les principales régions affichant un excédent en 2007 sont donc demeurées l'Asie (avec \$520 milliards) et le Moyen-Orient (\$275 milliards) – la Russie étant aussi à signaler (\$80 milliards) – tandis que les principales régions déficitaires ont été l'Afrique du Sud et les PECO, avec un déficit combiné de \$140 milliards (tableau III.1).

Excédents courants, sauf en Afrique du Sud et dans les PECO

Jusqu'à présent, l'incidence des turbulences financières dans les économies avancées et du ralentissement de l'activité aux États-Unis sur les soldes des paiements courants des ÉcÉm a été atténuée par la vigueur de la demande provenant d'autres régions. La demande soutenue émanant d'Europe et du Moyen-Orient a favorisé le gonflement des excédents de l'Asie. Les exportations d'Amérique latine, de Russie et du Moyen-Orient ont bénéficié de la fermeté persistante des cours des produits de base. Dans les PECO, le dynamisme de la consommation et de l'investissement, en partie associé à une solide croissance dans la zone euro, a stimulé les importations et aidé à accroître les capacités en vue d'une future expansion des exportations.

Faible incidence des turbulences

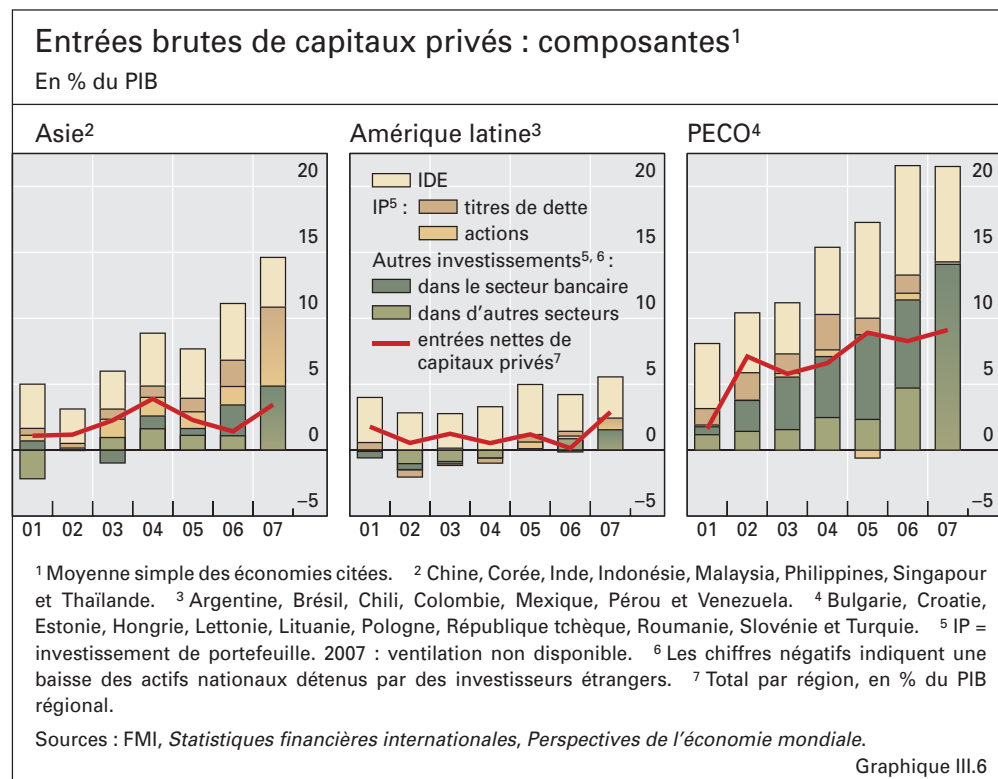


Capitaux privés :  
entrées nettes en  
hausse...

Les turbulences sur les marchés financiers mondiaux n'ont pas encore exercé d'effet significatif sur les flux de capitaux privés vers les ÉcÉm. Les entrées *nettes* de capitaux privés (entrées brutes moins sorties brutes sous forme d'investissement direct étranger – IDE –, d'investissement de portefeuille ou d'autres investissements) ont augmenté en moyenne de plus de 2 points de pourcentage en 2007 (atteignant 3½ % du PIB régional), de près de 2¾ points en Amérique latine (2,9 % du PIB), et de ¾ point dans les PECO (9 % du PIB) (graphique III.6). Les tensions macroéconomiques potentielles liées aux entrées de capitaux sont donc restées globalement élevées dans les PECO, mais plus modérées en Amérique latine et en Asie.

...et entrées brutes  
encore importantes

Les informations sur les flux nets de capitaux privés ne suffisent pas pour analyser la stabilité macroéconomique et financière : il faut les compléter par un examen du volume et de la composition des entrées *brutes*. Celles-ci ont continué de croître en 2007, mais à un rythme moins soutenu que les années antérieures. En Asie, elles ont représenté en moyenne près de 15 % du PIB en 2007 (graphique III.6, cadre de gauche), soit un niveau proche de celui d'avant la crise de 1997–1998, et pourtant la région affiche à présent un gros excédent courant. En Amérique latine, les entrées brutes de capitaux privés ont augmenté, passant d'environ 1 % du PIB en 2002 à près de 6 % en moyenne en 2007 (graphique III.6, cadre du milieu), non loin des sommets historiques du début des années 1990. Dans les PECO, les perspectives ouvertes par l'adhésion à l'Union européenne ont stimulé les entrées brutes de capitaux privés, les portant à près de 20 % du PIB en moyenne (graphique III.6, cadre de droite), un niveau sans précédent dans l'histoire récente des ÉcÉm. Les PECO accueillent ainsi environ 28 % des capitaux privés bruts acheminés vers les ÉcÉm (contre quelque 10 % au milieu des années 1990) ; l'Amérique latine



reçoit environ 11 % (contre 25 %) ; l'Asie émergente un peu moins de 50 % (contre 63 %) ; et les autres ÉcÉm environ 11 % (contre 2 %).

La composition des entrées brutes de capitaux privés dans les ÉcÉm a changé ces cinq dernières années et ressemble à présent davantage à celle qui prévalait vers le milieu de la décennie précédente. La part de l'IDE a reculé à environ 40 % en moyenne en 2007, contre 90 % en 2002, tandis que la part des entrées d'investissements de portefeuille a doublé, pour atteindre environ 20 %. Cependant, la plus forte augmentation concerne les « autres investissements » à destination des banques et du secteur privé non bancaire, dont la part est passée de pratiquement rien en 2002 à plus de 40 % en 2007.

Les statistiques bancaires territoriales BRI permettent de mieux comprendre la nature de ces « autres investissements ». Les créances transfrontières des banques déclarantes BRI sur les ÉcÉm ont été estimées à \$2 600 milliards en 2007 (tableau III.3), soit une augmentation de \$1 600 milliards en cinq ans. L'Asie émergente et les PECO ont bénéficié de la majeure partie de ces entrées, qui ont été bien plus importantes, pour les PECO, en termes de PIB (32 %) ; ceux-ci sont donc exposés à des risques significatifs en cas de retournement de ces flux bancaires.

Tandis que les entrées brutes de capitaux privés augmentaient, les *sorties* brutes de capitaux privés ont dépassé les pics historiques en 2007 et se sont inscrites entre quelque 4½ % du PIB pour l'Amérique latine et plus de 14 % du PIB pour l'Asie (graphique III.7). Cette forte progression est surtout due à des achats de titres de dette étrangers, en particulier par l'Asie émergente, et à des sorties d'IDE, qui se sont sensiblement accrues dans les trois régions. Les sorties de capitaux privés sont, en outre, réparties de façon plus équilibrée entre leurs composantes. La part de l'IDE a augmenté, atteignant 25 % en moyenne pour l'ensemble des ÉcÉm en 2007, contre moins de 20 % en 2002 ;

Recul de la part de l'IDE et vive expansion des apports aux banques

Augmentation des créances bancaires transfrontières

Nette élévation des sorties brutes de capitaux privés...

Crédit transfrontière et crédit intérieur						
	Créances transfrontières des banques déclarantes BRI sur les économies émergentes <sup>1</sup>				Crédit intérieur au secteur privé <sup>2</sup>	
	En milliards de dollars		En % du PIB			
	2002	2007	2002	2007	2002	2007
Économies émergentes <sup>3</sup>	1 043	2 631	16,6	19,1	50,9	66,4
Secteur bancaire	647	1 604	10,3	11,6	.	.
Asie <sup>4</sup>	604	1 374	18,6	20,6	97,9	95,2
Secteur bancaire	486	1 010	14,9	15,1	.	.
Amérique latine <sup>5</sup>	233	350	15,1	11,1	32,2	39,5
Secteur bancaire	77	137	5,0	4,3	.	.
PECO <sup>6</sup>	121	599	16,5	32,2	25,7	54,7
Secteur bancaire	49	299	6,7	16,1	.	.

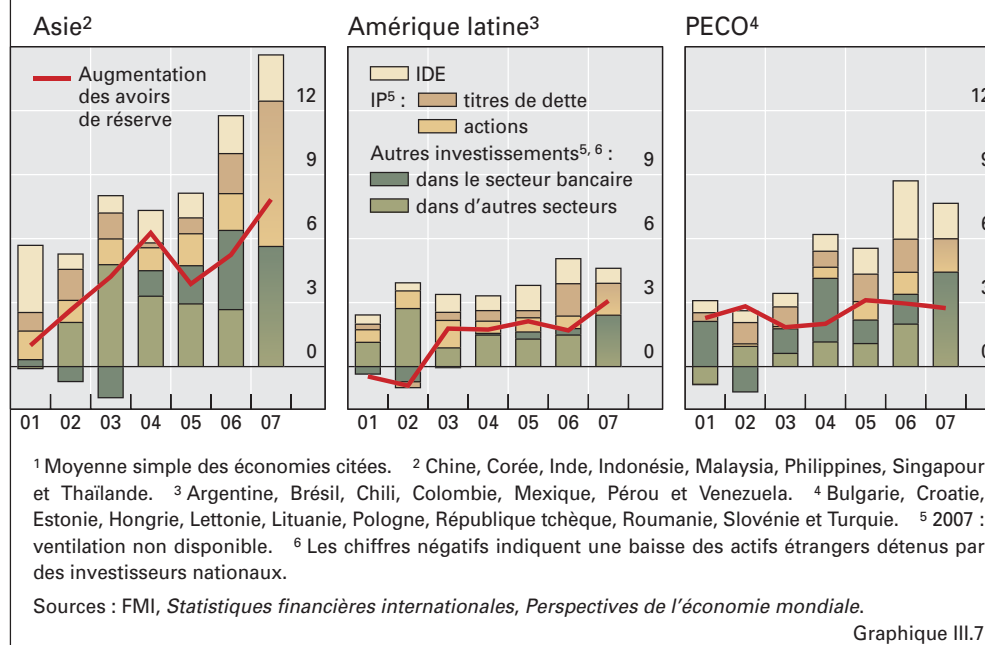
<sup>1</sup> Positions extérieures (encours) des banques déclarantes vis-à-vis des pays cités, sur la base du pays de résidence. <sup>2</sup> Économies citées, sauf Colombie, Israël, Pérou et Venezuela. <sup>3</sup> Économies citées, plus Afrique du Sud, Arabie Saoudite, Israël et Russie. <sup>4</sup> Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour et Thaïlande. <sup>5</sup> Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. <sup>6</sup> Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Slovaquie, Slovénie et Turquie.

Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* ; données nationales ; BRI, statistiques bancaires territoriales.

Tableau III.3

## Sorties brutes de capitaux privés et augmentation des réserves officielles<sup>1</sup>

En % du PIB



celle des investissements de portefeuille a dépassé 40 % (contre 30 %) ; et celle des autres investissements est revenue à 35 % (contre plus de 50 %).

...surtout en Asie

Les sorties brutes de capitaux privés destinés à l'achat de titres de dette ont augmenté de près de 1 % du PIB par an en moyenne depuis 2002. Pour les trois quarts environ, elles proviennent d'investisseurs privés d'Asie, de Chine en particulier. On notera qu'une bonne part de ces investisseurs « privés » sont en fait des entités sous contrôle public. En Chine, par exemple, ils comprennent les grandes banques commerciales, dont l'État est l'actionnaire majoritaire.

Importance des fonds souverains

Les fonds souverains d'un certain nombre d'ÉcÉm sont aussi de gros investisseurs institutionnels à l'étranger et leur importance s'est accrue récemment. On dispose cependant de peu d'informations sur certains fonds (surtout les plus grands) et les estimations concernant leur croissance et leur taille globale varient considérablement. De plus, on ne sait pas bien si ces fonds sont classés comme investisseurs publics ou privés dans les statistiques officielles. En 2007 et au début de 2008, les fonds souverains de Chine, de Singapour et de plusieurs pays du Moyen-Orient se sont engagés à recapitaliser, à hauteur de quelque \$80 milliards, des institutions financières en difficulté aux États-Unis et en Europe. Si les fonds souverains des ÉcÉm plaçaient à l'étranger la totalité de leurs ressources – proches de \$2 000 milliards en 2007, selon les estimations –, ils posséderaient près de 25 % des actifs étrangers détenus par les secteurs public et privé (ou 40 % des actifs étrangers détenus par le seul secteur privé) des ÉcÉm en 2007.

Accroissement des réserves de change

Cette augmentation des sorties de capitaux statistiquement classés comme *privés* pour l'achat de titres de dette vient s'ajouter à d'importantes sorties de capitaux *officiels* sous la forme d'un accroissement des réserves de

change. Les réserves officielles ont augmenté en moyenne de 4–6 % du PIB par an ces dernières années en Asie émergente (graphique III.7, cadre de gauche) ; en Amérique latine et dans les PECO, elles ont progressé de 2–3 % (cadres du milieu et de droite).

### Réactions des autorités

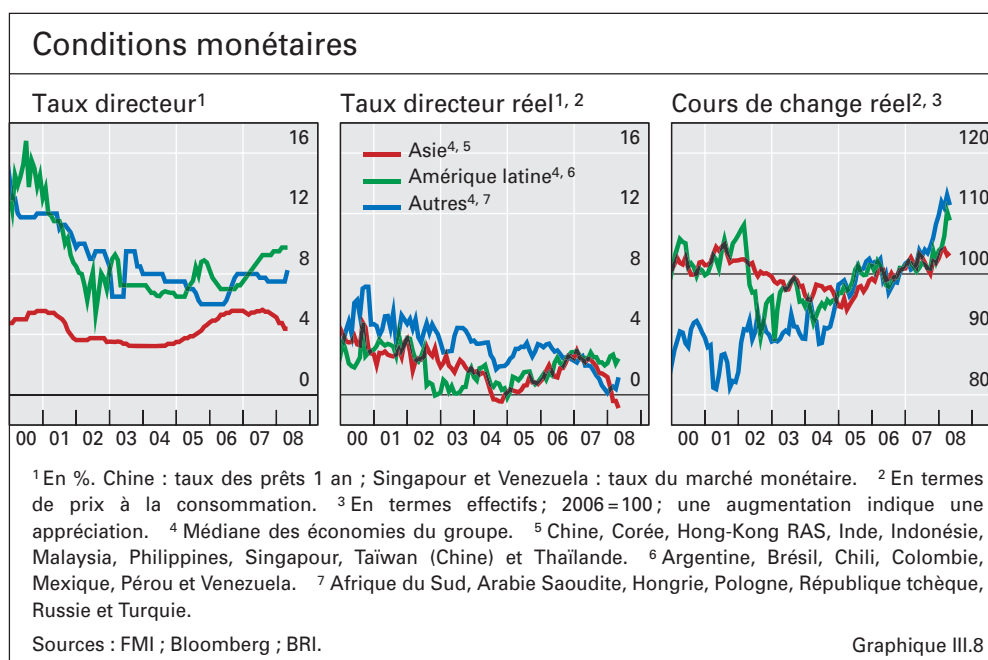
Confrontées aux risques opposés d'un ralentissement mondial et d'une accélération de l'inflation, ainsi qu'à des tensions indésirables sur leur cours de change dues à d'importantes entrées de devises, les autorités des ÉcÉm ont eu recours à divers instruments : ajustement des taux d'intérêt, interventions sur les changes, modification de la réglementation sur les mouvements de capitaux, ajustement de la politique budgétaire et durcissement de la réglementation prudentielle. Dans bien des cas, leurs choix ont été le résultat de compromis difficiles.

Devant ces risques opposés, les autorités monétaires des ÉcÉm ont réagi différemment à l'intensification des tensions inflationnistes. De mi-2007 à début 2008, le niveau médian des taux directeurs ou interbancaires à court terme a augmenté en Amérique latine (de 50 pb). Les taux se sont aussi tendus en Europe centrale, en Afrique du Sud et en Russie, mais ils ont diminué en Turquie. En Asie, les taux ont baissé, dans l'ensemble (graphique III.8, cadre de gauche), en raison de la détente des taux directeurs ou des taux à court terme à Hong-Kong RAS, en Indonésie et aux Philippines. En Chine, la banque centrale a relevé les taux des dépôts et des crédits bancaires à 1 an en 2007, mais les taux interbancaires à court terme sont restés relativement faibles. Plus récemment, l'accentuation des tensions inflationnistes a donné lieu à des hausses de taux dans un certain nombre d'ÉcÉm.

Relèvement modéré des taux directeurs...

Comme les relèvements ont été limités en termes nominaux, les taux directeurs ou à court terme ont baissé en termes réels en Asie (où ils se situent

...qui s'est traduit par une baisse des taux réels



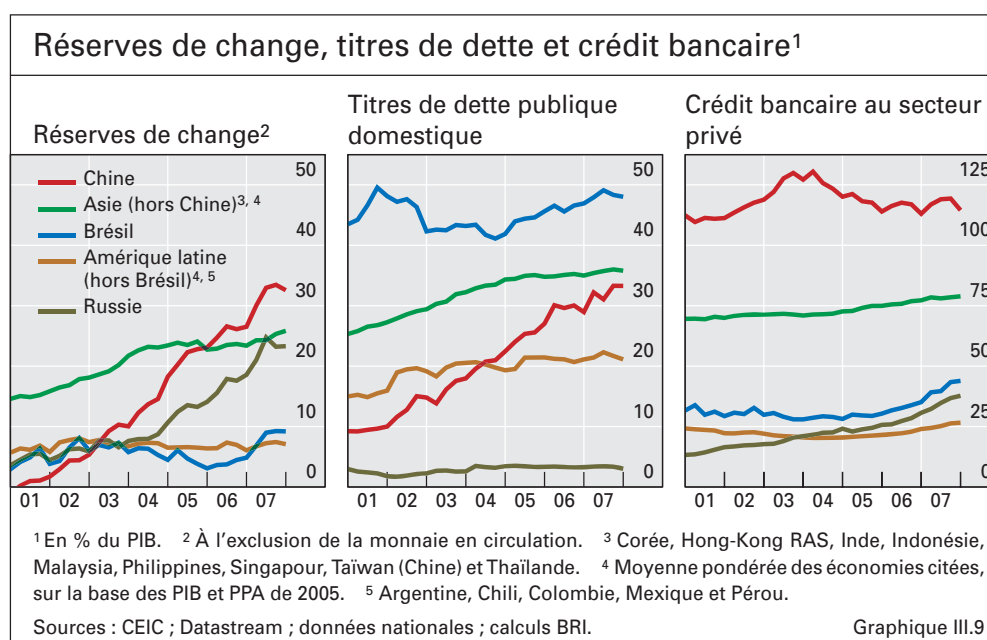
pratiquement à zéro) et dans d'autres ÉcÉm (graphique III.8, cadre du milieu). La réticence de nombreuses ÉcÉm à relever plus énergiquement les taux directeurs s'explique en partie par la crainte d'attirer des entrées plus importantes de capitaux et d'accentuer ainsi les tensions à la hausse sur la monnaie. Cela étant, les cours de change réels ont tout de même sensiblement augmenté, de manière générale, ce qui a contrebalancé l'assouplissement des conditions monétaires résultant du faible niveau des taux d'intérêt réels (graphique III.8, cadre de droite).

La volonté de contrer l'appréciation de la monnaie a aussi conduit à des interventions massives et prolongées sur les changes, comme en témoigne l'augmentation des réserves officielles. Celles-ci se sont globalement accrues de plus de \$1 000 milliards en 2007 (contre \$620 milliards en 2006), pour dépasser \$4 000 milliards en fin d'année ; elles ont continué à s'accroître rapidement durant les premiers mois de 2008. Leur progression a souvent été forte, notamment au Brésil, en Chine, en Inde et en Russie (graphique III.9, cadre de gauche, voir aussi chapitre V).

Toutes choses égales par ailleurs, l'accumulation de réserves de change tend à accroître la base monétaire et à assouplir les conditions monétaires. Pour éviter un tel assouplissement, les banques centrales stérilisent leurs interventions sur les changes. De nombreuses ÉcÉm l'ont fait en émettant des titres de dette de différentes échéances (et parfois, notamment en Chine et en Inde, en augmentant les coefficients de réserves obligatoires). La stérilisation est rarement complète, cependant, et un assouplissement des conditions monétaires ou de crédit est généralement inévitable. Les bilans des banques commerciales ont en fait connu une expansion spectaculaire dans quelques cas, reflétant parfois l'augmentation des dépôts auprès de la banque centrale, qui peut être associée à la faiblesse des taux d'intérêt évoquée précédemment. En outre, la liquidité des bilans des banques s'est élevée, car le volume des titres d'État qu'elles détiennent en portefeuille a augmenté. Ces évolutions

Interventions massives sur les changes...

...qui se sont répercutées sur les bilans des banques...



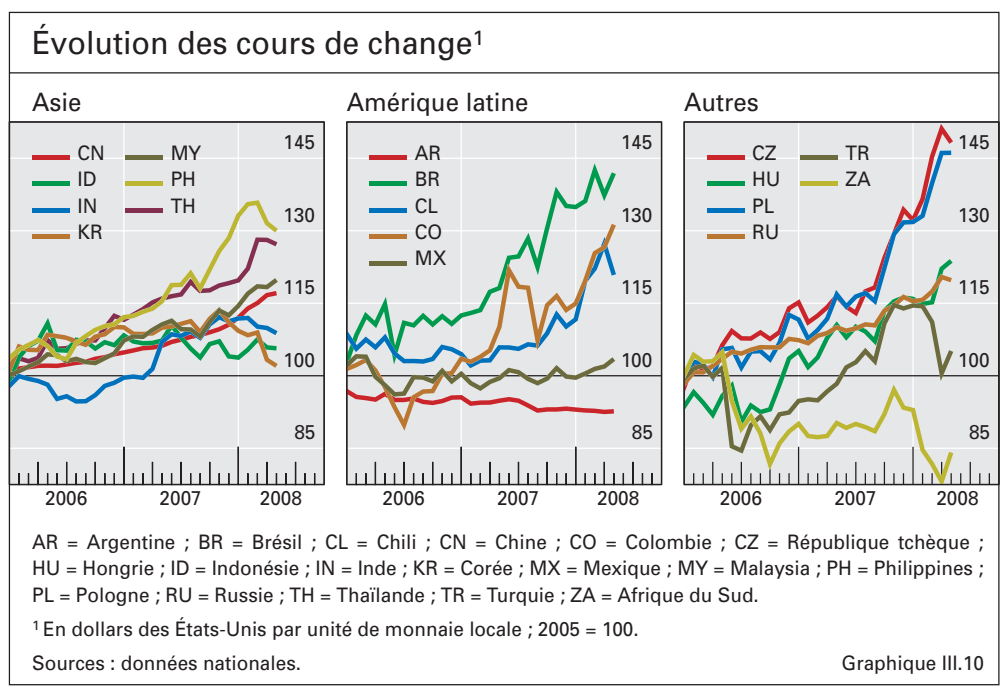
ont contribué à une vive expansion du crédit bancaire au secteur privé, équivalente ou supérieure à la croissance nominale du PIB, elle-même rapide (graphique III.9, cadre de droite). Par exemple, de 2005 à 2007, le crédit au secteur privé s'est accru à un rythme annuel de 29 % en Amérique latine, 25 % en Inde et 17 % en Chine.

Cette expansion massive des réserves de change n'a pas seulement eu une incidence sur les portefeuilles des banques commerciales ; elle a aussi accentué l'exposition des banques centrales (ou des États) à des pertes liées à la variation des écarts de taux avec l'étranger et aux fluctuations de change. Le recul substantiel du taux des fonds fédéraux aux États-Unis depuis le second semestre 2007 a creusé l'écart entre taux domestiques et taux américains ; bon nombre de banques centrales sont ainsi exposées à des pertes opérationnelles sur leurs avoirs en réserves de change financées par l'émission de titres domestiques. En avril 2008, l'écart de taux médian s'était accru à 1,1 point de pourcentage pour l'Asie émergente, 7,5 points pour l'Amérique latine et 6,6 points pour les autres ÉcÉm. De plus, la forte dépréciation du dollar par rapport à bon nombre de monnaies des ÉcÉm a entraîné des pertes de valorisation sur les réserves de change. Même si l'on tient compte d'une certaine diversification de la composition des réserves et du fait que celles-ci comprennent des euros (qui s'apprécient), les effets de valorisation depuis août 2007 ont dû être très importants. Ces pertes peuvent compliquer encore le recours à un resserrement monétaire pour contrer l'accélération de l'inflation.

...exposant les banques centrales à des risques de taux et de change

Diverses ÉcÉm ont réagi aux tensions associées aux importantes entrées de capitaux en autorisant une plus grande flexibilité du change (graphique III.10). Cette politique a contribué à un mouvement de désinflation. Elle semble aussi, dans certains cas (par exemple en Afrique du Sud, en Pologne et en Turquie), avoir découragé les entrées spéculatives à court

Plus grande flexibilité du change



terme en exposant les intervenants des marchés au risque de change. En revanche, dans d'autres pays (dont l'Indonésie, la République tchèque et la Slovaquie), l'appréciation de la monnaie s'est accompagnée d'entrées de capitaux supplémentaires, anticipant sans doute une poursuite de l'appréciation.

Contrôles assouplis sur les sorties de capitaux...

Plusieurs pays ont fait face aux tensions liées aux entrées de fonds en ajustant la réglementation des mouvements de capitaux. Certains ont assoupli les contrôles sur les sorties : par exemple, la Chine, l'Inde et la Russie ont libéralisé davantage, en 2007, leur réglementation sur les investissements des résidents en titres étrangers. La récente envolée des investissements du secteur privé chinois en titres de dette étrangers semble en partie liée à cette initiative. Quelques pays, par exemple le Brésil et la Colombie, ont réintroduit des contrôles sélectifs sur les entrées de capitaux. La plupart ont toutefois hésité à prendre une telle mesure, en raison des distorsions microéconomiques que cette mesure peut entraîner ; en mars 2008, la Thaïlande a même levé les contrôles qu'elle avait institués en 2006.

...parfois instaurés sur les entrées

Politique budgétaire anticyclique

Le resserrement de la politique budgétaire permet aussi de contrer les tensions expansionnistes liées à d'importantes entrées de capitaux, mais il peut provoquer deux effets inverses sur le cours de change. D'un côté, à mesure que le resserrement budgétaire freine la demande agrégée, les taux d'intérêt peuvent baisser, ce qui découragerait les entrées de capitaux. D'un autre côté, dans les pays où les fondamentaux ne sont pas particulièrement bons, le resserrement budgétaire pourrait faire baisser les primes souveraines et donc renforcer la monnaie et les entrées de capitaux. Selon l'importance accordée à l'un ou l'autre mécanisme, le recours à la politique budgétaire a varié d'un pays à l'autre. Au Chili, par exemple, l'accroissement des dépenses publiques obéit à une règle budgétaire qui a pour objectif de dégager un excédent structurel et exige que le surplus (qui peut être substantiel quand les cours du cuivre sont élevés) soit investi en totalité à l'étranger. De même, plusieurs pays exportateurs de pétrole se sont appuyés sur des fonds de stabilisation pour gérer la hausse des recettes pétrolières. En dehors des pays exportateurs de produits de base et de certains pays à régime de change fixe, le resserrement budgétaire n'a pas été souvent utilisé pour réagir à l'augmentation des entrées de capitaux. La croissance réelle des dépenses publiques s'est en fait accélérée ces dernières années en Indonésie, en Thaïlande, en Amérique latine et en Europe centrale.

Mesures prudentielles pour protéger les systèmes financiers

En revanche, des mesures prudentielles et réglementaires ont été largement appliquées pour maîtriser l'incidence des entrées de capitaux sur la solidité du système bancaire et, plus généralement, pour contrebalancer les effets d'une croissance rapide du crédit et d'une augmentation des prix des actifs (en particulier les prix des logements) sur le système financier interne. Plusieurs banques centrales d'Asie émergente ont utilisé divers outils prudentiels pour protéger leur secteur bancaire : diminution du ratio prêt hypothécaire/valeur du bien (Chine, Corée) ; renforcement des exigences de fonds propres et de provisions (Inde) ; durcissement des critères de prêt (Corée). Les PECO ont, avec un certain succès, déployé tout un arsenal de mesures pour limiter les entrées acheminées par les banques, dont : augmentation des pondérations de risque

pour les crédits en devises ; majoration des exigences de liquidité pour les opérations de change ; abaissement des limites sur les positions de change ouvertes ; renforcement des normes de communication financière et intensification de la surveillance des banques et autres institutions financières. Ces mesures ont, dans certains cas, été associées à des instruments plus classiques de politique monétaire, comme le relèvement du niveau et l'élargissement de l'assiette des réserves obligatoires.

## Vulnérabilités dans les économies émergentes

Les turbulences du système financier mondial et le ralentissement de la croissance aux États-Unis assombrissent les perspectives économiques des ÉcÉm ; reste à savoir dans quelle mesure elles seront affectées.

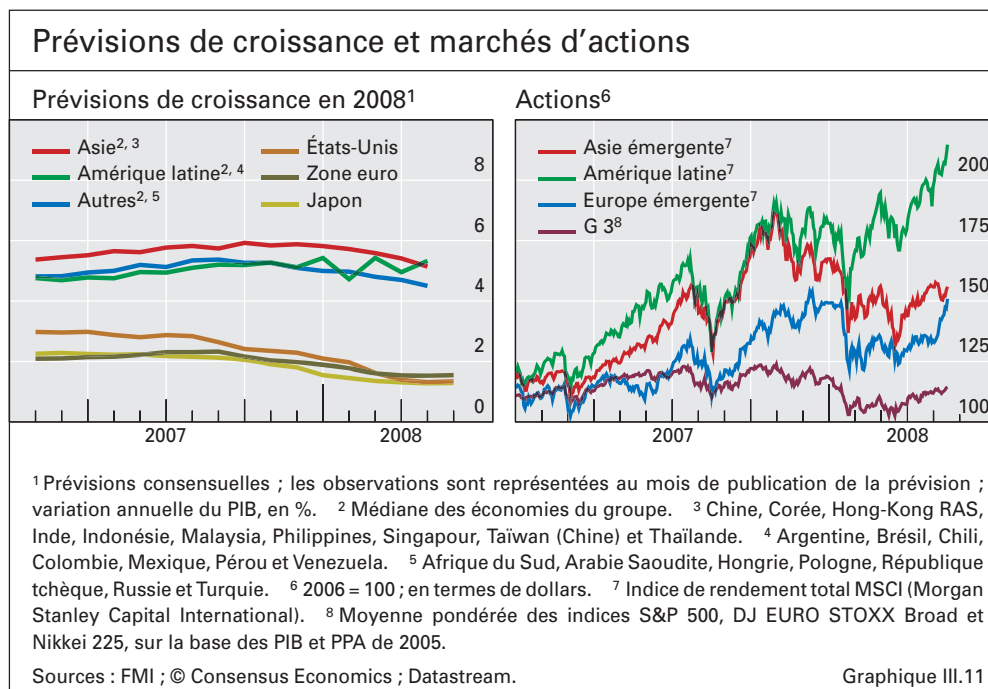
### Évolution jusque-là satisfaisante

En mai 2008, la plupart des prévisions de croissance à court terme pour les ÉcÉm étaient encore optimistes. Si les prévisions consensuelles pour 2008 ont été révisées à la baisse ces derniers mois, elles laissent encore présager une forte capacité de résistance. Depuis septembre 2007, leur correction est de 0,2 point de pourcentage seulement (prévision médiane), contre 1 point pour les États-Unis (graphique III.11, cadre de gauche). À 6,7 %, elles ne sont pas bien inférieures à leur moyenne de 2003–2006. Plus précisément, les prévisions annoncent une stabilité pour l'Amérique latine, et un ralentissement en Asie et dans les autres régions.

Cependant, les prévisions consensuelles ont tendance à ne pas rendre compte des points de retournement des cycles et à s'écarter d'autant plus des résultats que le retournement est prononcé (par exemple en période de crise). Si l'évolution de la conjoncture mondiale devait entraîner une chute

Les prévisions de croissance sont solides...

...mais doivent être considérées avec prudence





de l'activité dans les ÉcÉm, les prévisions consensuelles pourraient être démenties.

Les prix des actions dressent un tableau mitigé

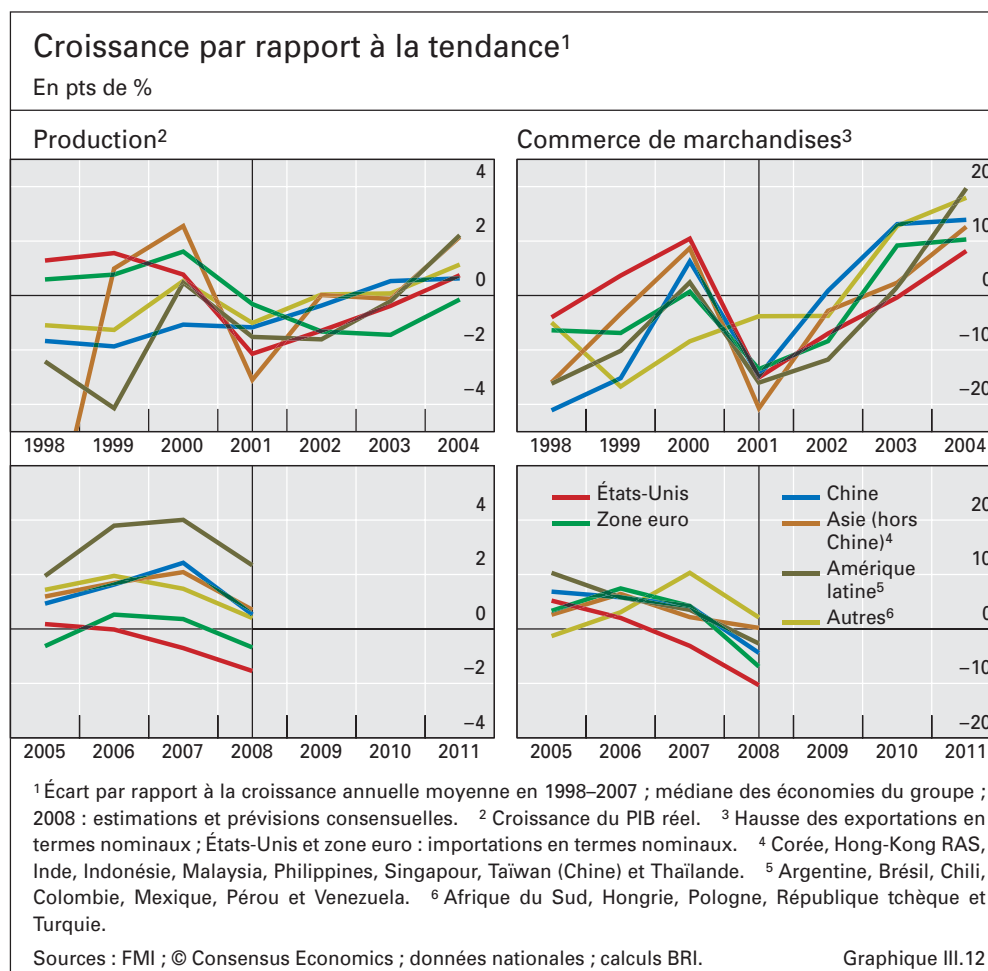
Les marchés d'actions fournissent des signaux mitigés sur les perspectives des ÉcÉm. Fin 2007 ou début 2008, ils ont baissé, mais les cours élevés des produits de base les ont soutenus dans certaines régions, comme en Amérique latine (graphique III.11, cadre de droite).

En 2001, la croissance des ÉcÉm était tombée au-dessous de la tendance

L'expérience du ralentissement observé aux États-Unis en 2001 laisse penser que les ÉcÉm pourraient être fortement affectées. À l'époque, celle de l'éclatement de la bulle des hautes technologies, la croissance américaine avait chuté à 2 points de pourcentage au-dessous de la tendance. Simultanément, la progression des importations américaines était tombée de 15 points de pourcentage. Les exportations des ÉcÉm avaient été largement pénalisées, surtout celles de l'Est asiatique, concentrées sur le secteur des hautes technologies (graphique III.12, cadres du haut). Pendant le ralentissement de 2001, un taux de croissance de 1 point de pourcentage inférieur à la tendance aux États-Unis était associé à une perte de 0,6 point de pourcentage en Chine et plus importante encore dans les autres économies d'Asie. En Amérique latine, les pertes correspondantes allaient de 0,7 à 1,8 point de pourcentage.

Aujourd'hui, elle reste au-dessus de la tendance...

Cependant, l'expérience de 2001 semble différer, pour l'instant, de l'épisode actuel de turbulences. Durant la récession américaine de 2001, le cycle d'activité des ÉcÉm paraissait étroitement lié (« couplé ») à celui des



États-Unis. En revanche, le ralentissement récent semble avoir été associé, jusqu'à présent, à une inflexion beaucoup plus modérée dans les ÉcÉm. La croissance de ces pays, malgré un certain tassement, est demeurée supérieure à la tendance (graphique III.12, cadre du bas, à gauche), tandis que celle des États-Unis chancelait.

Cette différence entre les deux périodes peut s'expliquer de deux façons. D'une part, en 2007, les exportations des ÉcÉm, contrairement à 2001, ont continué de progresser au-dessus de leur taux moyen (graphique III.12, cadre du bas, à droite), alors que la croissance des importations américaines se situait en deçà. Cependant, le risque de répercussions plus graves subsiste (*infra*).

...soutenue par la vigueur des exportations...

D'autre part, les ÉcÉm sont parvenues à contrer les effets d'une éventuelle contraction de la demande étrangère en développant leur demande intérieure davantage qu'en 2001 (graphique III.1). La consommation privée a beaucoup progressé depuis 2001 dans les ÉcÉm d'Amérique latine et d'Asie. La contribution de l'investissement à la croissance, négative en 2001, est devenue fortement positive en 2007 pour l'Amérique latine, l'Asie et l'Europe centrale. Il semble donc exister, dans la plupart des régions émergentes, une dynamique de la demande intérieure, qui pourrait en partie expliquer pourquoi les recherches montrent, malgré la mondialisation croissante, une incidence moindre de l'activité des économies avancées sur celle des ÉcÉm.

...et par la demande intérieure

Si les prévisions de croissance dans les ÉcÉm restent solides pour 2008, elles ne doivent pas être tenues pour certaines (*infra*). Premièrement, les exportations des ÉcÉm pourraient diminuer davantage qu'anticipé par les prévisions consensuelles récentes. Deuxièmement, la capacité de ces économies à stimuler la demande intérieure pour compenser un éventuel affaiblissement des exportations pourrait être limitée. Troisièmement, les ÉcÉm ayant un lourd déficit des paiements courants et une dette à court terme élevée, ainsi que celles qui dépendent fortement des financements bancaires transfrontières, pourraient être fragilisées par un renversement des flux de capitaux.

Trois sources de vulnérabilité

### *Capacité de résistance des exportations*

Les exportations des ÉcÉm pourraient être fortement pénalisées en cas de poursuite du ralentissement américain et ce, pour trois raisons au moins.

Les exportations des ÉcÉm sont vulnérables...

Premièrement, les États-Unis demeurent un débouché important pour ces économies. Si la part des États-Unis dans les exportations des ÉcÉm d'Asie hors Chine a diminué, elle reste suffisamment importante (allant de 10 % à Singapour à 18 % en Malaysia, en 2007) pour que le total des exportations soit notablement affecté par une forte réduction de la demande des États-Unis. Pour la Chine, la part des États-Unis est d'environ 20 %. Un ralentissement de la croissance aux États-Unis risquerait de faire baisser non seulement la demande directe d'exportations chinoises, mais aussi les importations de biens intermédiaires et produits de base en provenance d'autres ÉcÉm que la Chine utilise pour produire ses exportations. Certes, la Chine serait capable de compenser un tel effet de contraction en stimulant sa demande intérieure (*infra*). Cependant, comme le soulignait l'an dernier le 77<sup>e</sup> Rapport annuel, elle

achète, en règle générale, relativement peu aux autres ÉcÉm, surtout d'Asie, pour satisfaire sa demande intérieure. Celles-ci n'en bénéficieraient donc guère.

Les événements récents atténuent ces préoccupations sans toutefois les dissiper complètement. Ainsi, entre septembre 2007 et février 2008, la croissance des importations chinoises totales (en dollars) s'est accélérée, passant de 16 % à 35 %, avec une forte hausse des importations pour le commerce ordinaire, qui correspondent plus étroitement à la demande intérieure chinoise. Simultanément, les importations pour le commerce de transformation, directement liées aux exportations chinoises, ont diminué (graphique III.13, cadre de gauche). Durant cette période, les importations chinoises originaires d'Asie ont augmenté, mais à un rythme beaucoup plus lent que celles provenant des pays exportateurs de pétrole et des économies d'Amérique latine (graphique III.13, cadre de droite). Ces chiffres étant fondés sur la valeur des importations en dollars, il convient de les considérer avec prudence. Ils donnent cependant à penser qu'une augmentation des importations chinoises hors commerce de transformation pourrait bénéficier relativement moins aux exportateurs des ÉcÉm d'Asie. Plus généralement, il existe un risque que la croissance des importations chinoises totales ralentisse beaucoup, en cas de poursuite de l'affaiblissement de l'économie américaine, ce qui aurait des conséquences néfastes pour les partenaires commerciaux de la Chine. De fait, les importations chinoises ont connu une décélération prononcée en mars.

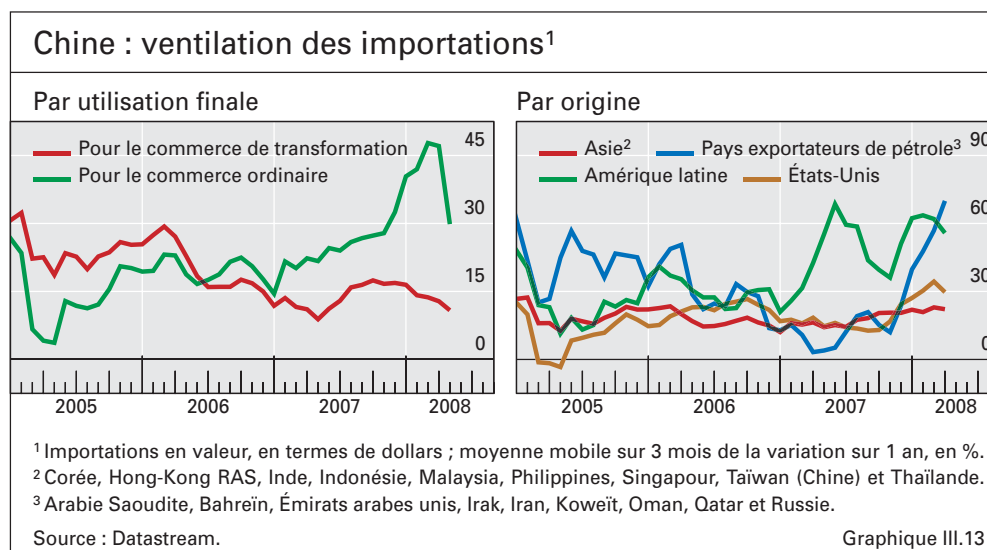
Les exportations des ÉcÉm sont également soutenues par la résistance, plus grande qu'en 2001, dont font preuve, jusqu'à présent, les importations et la croissance de l'Union européenne. Toute détérioration importante des perspectives de croissance en Europe pourrait avoir des conséquences négatives sur les ÉcÉm (chapitre II).

Deuxièmement, la demande américaine pourrait chuter dans les secteurs sur lesquels se concentrent les exportations des ÉcÉm, comme cela s'est passé avec l'informatique pour l'Asie pendant la récession américaine de 2001. Si, jusqu'à présent, le ralentissement a surtout frappé le secteur du logement, une contraction de la demande aux États-Unis pourrait réduire davantage les

...et la Chine pourrait n'apporter qu'une aide partielle

Risques liés à un éventuel ralentissement en Europe

Vulnérabilité des exportateurs de produits finis



importations américaines de produits finis en provenance des ÉcÉm. La baisse de l'investissement en capital fixe non résidentiel dans ce pays, au premier trimestre 2008, renforce encore cette préoccupation. Certes, à ce jour, les données agrégées sont favorables : les importations des États-Unis (chiffre global et composante ÉcÉm) ont augmenté en valeur jusqu'au premier trimestre 2008. Elles ont cependant fléchi dans des secteurs où les ÉcÉm excellent. Ainsi, on a observé une diminution pour certains produits informatiques qui sont particulièrement importants dans l'Est asiatique (Corée, Malaysia et Singapour, par exemple). L'augmentation de la demande de biens de consommation comme les jouets et de certains véhicules lourds a également marqué le pas, affectant des pays producteurs comme la Chine et le Mexique. Comme indiqué précédemment, un ralentissement plus marqué aux États-Unis, conjugué à une décélération de la croissance dans d'autres économies avancées, pourrait aussi faire baisser les cours des produits de base, ce qui affaiblirait la croissance des pays d'Afrique, d'Amérique latine et du Moyen-Orient qui les exportent.

Troisièmement, la dépréciation du dollar pourrait renforcer l'effet d'un ralentissement américain sur les exportations nettes des ÉcÉm. Si, en 2001, l'appréciation du dollar par rapport aux monnaies des ÉcÉm avait atténué l'effet de contraction, depuis juillet 2007, le dollar s'est nettement déprécié vis-à-vis de bon nombre d'entre elles, et cela pourrait bien continuer. En outre, plusieurs monnaies d'ÉcÉm sont demeurées stables ou se sont dépréciées en termes effectifs (graphique V.2) ; une appréciation future pourrait se justifier.

Risques liés à la dépréciation du dollar

#### *Capacité de résistance de la demande intérieure*

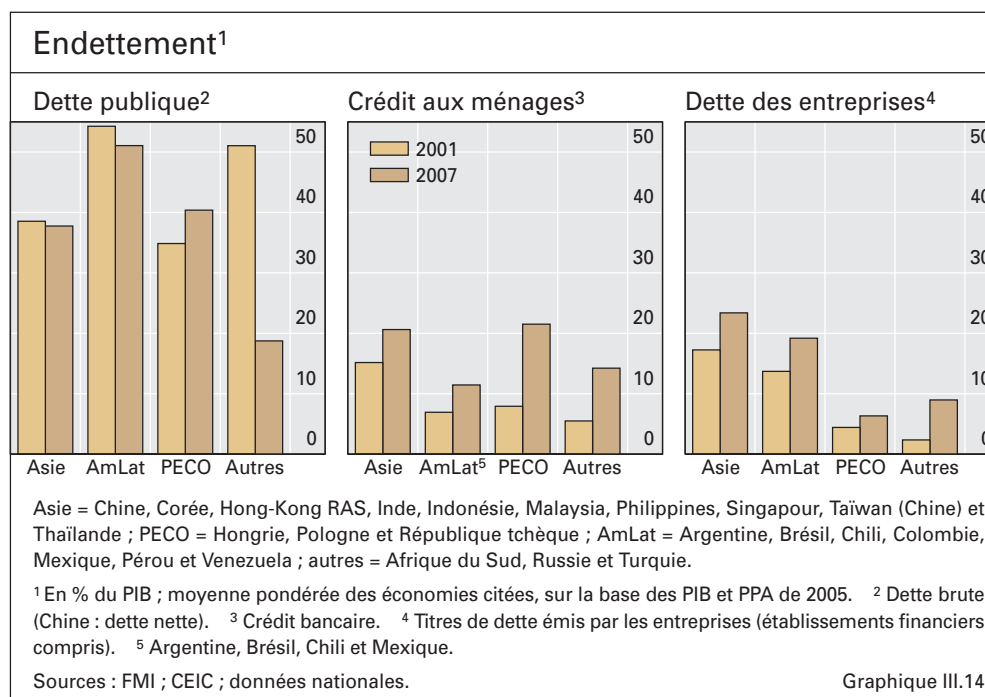
Malgré le rôle grandissant de la demande intérieure dans la croissance des ÉcÉm (*supra*), la conjoncture mondiale présente encore des risques, car l'augmentation de la consommation ou de l'investissement, pour compenser le ralentissement, pourrait être limitée par plusieurs facteurs.

D'une part, la baisse de la demande d'exportations, en réduisant les perspectives de profits et de revenu, risque de faire reculer la consommation et l'investissement. Dans le cas des ménages, la pression sur le revenu est amplifiée par une poussée d'inflation, notamment dans les pays importateurs de produits de base. En outre, les faits récents font penser que les ÉcÉm pourraient avoir des difficultés à accroître l'investissement pour contrebalancer un ralentissement de la croissance. Dans certains pays, comme en Chine, qui ont beaucoup investi, on craint déjà qu'il y ait surinvestissement. Ailleurs, la progression de l'investissement n'a pas, dans l'ensemble, dépassé celle du PIB, même en phase d'expansion. Depuis la fin des années 1990, le ratio investissement/PIB n'a augmenté que légèrement dans les ÉcÉm d'Asie, hors Chine et Inde (se situant en moyenne à 24 %, récemment, contre plus de 40 % en Chine), et en Amérique latine (autour de 20 % en moyenne).

La baisse des exportations pourrait réduire la demande intérieure

D'autre part, le resserrement des conditions de financement risque de limiter la dépense. Certes, la dette publique en pourcentage du PIB a généralement diminué depuis le début de la décennie (graphique III.14, cadre de gauche) et le solde budgétaire s'est amélioré dans la plupart des cas. Cependant, les situations budgétaires se détérioreraient en cas de

La marge est parfois limitée pour une relance budgétaire...



retournement du cycle, alors que le ratio médian de dette publique reste élevé, à environ 38 % du PIB. La hausse des prix du pétrole a également un effet défavorable sur la situation budgétaire de plusieurs ÉcÉm qui subventionnent l'énergie. Cela pourrait entraver leur capacité de recourir à une politique anticyclique en cas de fort ralentissement. Même si les primes souveraines demeurent bien inférieures aux niveaux observés durant les précédents épisodes de turbulences financières, elles sont beaucoup plus élevées qu'au premier semestre 2007 (chapitre VI), de sorte que les tensions sur les financements risquent de devenir contraignantes.

L'endettement des ménages et des entreprises a augmenté depuis 2001 (graphique III.14, cadres du milieu et de droite). Si son niveau semble jusqu'à présent soutenable, un resserrement des conditions de financement pourrait réduire les possibilités d'accroître la consommation ou l'investissement. Dans certains pays, le bas niveau du ratio d'endettement reflète en réalité un manque de développement du système financier et un faible accès des ménages au crédit, de sorte qu'il serait, de toute façon, difficile à ceux-ci d'emprunter pour consommer davantage. Dans d'autres pays, où les ménages ont davantage la possibilité d'emprunter, la croissance rapide du crédit, ces dernières années, présente des risques (*infra*). En ce qui concerne les entreprises, la hausse récente des primes de risque sur leurs obligations a souvent été plus forte que celle des primes souveraines, ce qui laisse penser que certains emprunteurs commencent à ressentir les effets d'un durcissement des conditions du crédit, après de nombreuses années d'endettement facile.

#### *Vulnérabilité à un renversement des flux de capitaux*

Malgré un certain resserrement des conditions de financement extérieur, les ÉcÉm apparaissent aujourd'hui moins vulnérables à un renversement des flux de capitaux, parce qu'elles possèdent de meilleurs fondamentaux, des

...et la hausse de l'endettement privé pourrait poser problème

Une certaine vulnérabilité à un renversement des flux de capitaux

réserves de change abondantes et d'amples excédents courants. Elles présentent des fragilités à deux niveaux. Premièrement, les économies ayant d'importants déficits courants et une forte proportion de dette extérieure à court terme pourraient avoir des difficultés à se procurer des capitaux étrangers si les conditions devaient se durcir encore sur les marchés mondiaux. Deuxièmement, celles qui recourent largement aux crédits bancaires transfrontières sont exposées à un tarissement des fonds en cas de problèmes bancaires aussi bien dans les économies avancées que sur leur propre territoire (chapitre VII).

Les économies qui risquent d'avoir des difficultés à se procurer des capitaux étrangers en cas de resserrement supplémentaire des conditions mondiales du crédit se situent parmi les États baltes et en Europe du Sud-Est. Elles ont des déficits courants très importants, dont seulement la moitié environ est couverte par l'IDE, généralement considéré comme la forme la plus stable de financement extérieur (tableau III.4). Leur dette extérieure à court terme est élevée (120 % de leurs réserves de change en moyenne). En outre, les prêts transfrontières représentent en moyenne 76 % de leur crédit intérieur. L'Afrique du Sud, qui a un déficit courant supérieur à 7 % du PIB et dépend largement d'entrées d'investissements de portefeuille, est assez vulnérable, elle aussi.

Dans le contexte des turbulences qui frappent les banques des économies avancées, la seconde grande source de vulnérabilité pour certaines ÉcÉm est le risque de tarissement des entrées de capitaux bancaires. Par le passé, ces flux se sont inversés brutalement à plusieurs reprises, comme au début des années 1980 pour l'Amérique latine et en 1997–1998 pour l'Asie émergente.

Les flux bancaires pourraient s'inverser...

Vulnérabilité des comptes extérieurs : sélection d'indicateurs, 2007						
	Solde des paiements courants <sup>1</sup>	Investissements, entrées nettes <sup>1</sup>			Dette extérieure à court terme <sup>3</sup>	Dette envers les banques étrangères <sup>4</sup>
		IDE	IP	Autres <sup>2</sup>		
Chine	11,1	1,7	0,4	0,6	8,0	4,1
Inde	-1,8	1,1	2,9	5,3	29,3	21,1
Asie ém. : autres <sup>5, 6</sup>	8,6	1,7	-1,7	1,4	44,3	72,8
Brésil	0,3	2,1	2,9	1,0	34,5	11,6
Colombie	-3,8	5,0	0,2	1,3	49,3	17,7
Mexique	-0,8	2,0	0,7	-0,4	38,4	27,2
Amérique latine : autres <sup>6, 7</sup>	4,1	2,0	-2,0	-0,3	56,4	32,1
Europe centrale <sup>6, 8</sup>	-4,4	2,3	-1,3	6,2	61,6	55,0
Europe ém. : autres <sup>6, 9</sup>	-14,6	7,6	-0,9	11,8	119,2	75,8
Russie	5,9	0,3	-0,2	7,0	20,5	55,0
Moyen-Orient <sup>6, 10</sup>	14,9	0,9	-3,8	-1,8	52,6	61,4
Afrique du Sud	-7,3	0,9	4,2	2,6	55,1	14,8

<sup>1</sup> En % du PIB. <sup>2</sup> Secteurs bancaire et non bancaire. <sup>3</sup> En % des réserves de change. <sup>4</sup> Créances des banques déclarantes vis-à-vis des pays cités, sur la base du pays de résidence ; en % du crédit intérieur. <sup>5</sup> Corée, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour et Thaïlande. <sup>6</sup> Moyenne simple des ratios des économies citées. <sup>7</sup> Argentine, Chili, Pérou et Venezuela. <sup>8</sup> Hongrie, Pologne, République tchèque, Slovaquie et Slovénie. <sup>9</sup> Bulgarie, Croatie, Estonie, Lettonie, Lituanie, Roumanie et Turquie. <sup>10</sup> Arabie Saoudite et Israël.

Sources : FMI ; BRI, statistiques territoriales (créances bancaires et titres de dette).

Tableau III.4

Si la part des capitaux étrangers dans le crédit intérieur est assez importante dans de nombreuses ÉcÉm, elle est toutefois nettement moins élevée qu'autrefois. Cela s'explique notamment par le fait que les filiales locales des banques étrangères se financent de plus en plus sur le marché domestique et dépendent de moins en moins de crédits « purement » transfrontières.

Les PECO constituent, comme indiqué ci-dessus, une exception : leurs emprunts extérieurs augmentent au rythme rapide de leur intégration économique et financière à la zone euro, et leurs systèmes bancaires sont, pour la plupart, sous contrôle étranger (ce qui est aussi le cas au Mexique). Il semble que, dans leur majorité, les banques mères d'Europe occidentale ont pour stratégie de maintenir le financement de leurs filiales dans les PECO, tout en ralentissant progressivement leurs crédits aux économies présentant des signes de surchauffe. En outre, les banques suédoises, autrichiennes et italiennes, très présentes localement, ont tendance à se placer dans une perspective de croissance à long terme et elles ont toujours cherché à préserver leur implantation.

...en cas de problèmes de financement des banques mères

Quoi qu'il en soit, les entrées de capitaux risquent de diminuer, voire de s'inverser, en cas de problèmes sur les marchés d'origine des banques mères ou sur les marchés d'accueil dans les ÉcÉm. Même si les grandes banques mères n'ont pas, jusqu'à présent, subi de pertes importantes sur les marchés hypothécaires *subprime* ou les produits structurés, elles se procurent une large part de leurs financements en devises sur les marchés internationaux de gros. Ainsi, les banques suédoises empruntent des euros qu'elles prêtent ensuite à leurs filiales des États baltes, tandis que leurs homologues autrichiennes et italiennes empruntent des francs suisses pour prêter à leurs filiales dans les PECO. Si ces marchés de gros venaient à se tarir, les principaux fournisseurs de financements étrangers à l'Europe émergente seraient en mauvaise position. Il n'existe pas beaucoup d'autres sources de crédit bancaire dans la région. En outre, les banques à capitaux locaux n'ont généralement guère accès aux emprunts à l'étranger, et celles qui y font appel (par exemple les établissements russes) ont vu leur collecte diminuer fortement depuis août 2007. Dans la plupart des PECO, la progression des dépôts locaux est inférieure à l'expansion du crédit depuis plusieurs années, ce qui explique pourquoi les banques de la région s'étaient mises à rechercher des fonds à l'étranger.

Présence de grandes banques internationales dans de petits pays

Ces risques sont accentués par le fait que l'exposition d'un établissement parent vis-à-vis des PECO représente généralement une faible proportion de son portefeuille mondial de prêts, alors que l'inverse n'est pas vrai. Une légère modification de la politique de prêt au siège peut donc avoir une incidence majeure sur la stabilité macroéconomique et financière dans le pays d'accueil (77<sup>e</sup> *Rapport annuel*, chapitre VII).

Possible sous-estimation du risque de crédit

Dans les PECO, mais aussi dans d'autres ÉcÉm, un facteur supplémentaire pourrait affecter les entrées de capitaux transitant par les banques. Le crédit bancaire au secteur privé s'est énormément développé durant les cinq dernières années : de 7 points de pourcentage, en termes de PIB, en Amérique latine et de 30 points de pourcentage dans les PECO. Il n'est pas impossible que cette expansion ait outrepassé la capacité des établissements à évaluer et surveiller efficacement leur exposition : en raison, par exemple, d'une pénurie

de hauts cadres qualifiés et d'insuffisances organisationnelles, les banques peuvent éprouver des difficultés à évaluer de façon fiable le risque de crédit ou le rendement ajusté au risque, et à recouvrer les sûretés. Si tel est le cas, les banques devront accroître leurs provisions dès que la sous-estimation du risque aura été perçue, ce qui pourrait amener leurs directions à conclure que leurs objectifs de rendement des fonds propres (souvent assez ambitieux dans les ÉcÉm) ne peuvent être atteints et à limiter la progression du crédit, sans doute de façon très brutale.

Les banques opérant dans les ÉcÉm encourent également un risque lié à leur exposition au marché immobilier. Ces dernières années, les prix du logement ont connu une augmentation rapide dans plusieurs ÉcÉm d'Asie (notamment Chine, Hong-Kong RAS, Inde et Singapour), et surtout d'Europe. Si la qualité des actifs se détériore beaucoup, les contrôles internes des risques pourraient forcer les établissements à réduire nettement l'octroi du crédit pour protéger leurs fonds propres.

Un tarissement soudain des entrées de capitaux pourrait conduire à de fortes corrections des cours de change, qui risqueraient d'entraîner d'amples effets de bilan et de richesse dans les pays ayant une importante dette en devises non couverte. Une fois encore, les PECO sont les plus vulnérables à cet égard : ils ont beaucoup emprunté à l'étranger et, ces derniers temps, une part importante de la croissance du crédit est libellée en devises. Cette exposition est illustrée par la corrélation positive entre variation du coût de l'assurance contre un incident de crédit sur obligations souveraines des ÉcÉm – mesuré par l'augmentation des primes sur contrats dérivés sur défaut (CDS) depuis fin juillet 2007 – et degré de dépendance envers les financements extérieurs – mesuré par la part des passifs étrangers dans le passif total du secteur bancaire à fin 2007 (graphique III.15).

On ne discerne pas encore de signes clairs d'un changement de comportement des banques prêteuses. La croissance du crédit est restée soutenue, malgré un certain ralentissement, jusque dans les premiers mois de 2008. On ne perçoit pas non plus de signe clair de baisse des flux bancaires transfrontières. Dans les ÉcÉm d'Amérique latine et d'Asie, les tensions sur les financements étrangers sont restées faibles durant le premier trimestre 2008, notamment parce qu'une grande partie de la croissance du crédit intérieur a été financée par l'expansion des dépôts locaux. La résilience des systèmes bancaires nationaux, malgré les turbulences mondiales, est illustrée par la stabilité générale des marchés interbancaires en monnaie locale. Les indicateurs prudentiels, tels que les niveaux de fonds propres et les ratios de prêts improductifs et de provisionnement, certes rétrospectifs, sont généralement assez solides et stables dans les trois grandes régions émergentes, de sorte que leurs systèmes bancaires apparaissent, dans une certaine mesure, protégés.

Cependant, toutes les économies n'ont pas évolué de la même façon. D'une part, des indicateurs de marché (tels que les primes de risque sur les obligations en forint en Hongrie ou le cours des monnaies d'Afrique du Sud et de Roumanie) font penser que les opérateurs commencent à être plus sensibles aux signes de vulnérabilité propres à certains pays. Les économies

Risques provenant de la hausse des prix du logement...

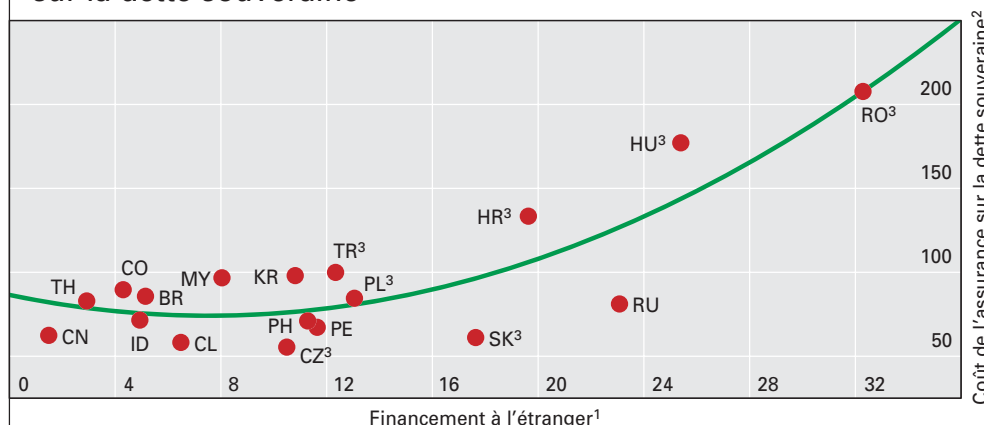
...et des asymétries de devises

Pas encore de désengagement général des banques...

...même si certaines ÉcÉm sont déjà touchées



## Importance du financement à l'étranger et coût de l'assurance sur la dette souveraine



BR = Brésil ; CL = Chili ; CN = Chine ; CO = Colombie ; CZ = République tchèque ; HR = Croatie ; HU = Hongrie ; ID = Indonésie ; KR = Corée ; MY = Malaisie ; PE = Pérou ; PH = Philippines ; PL = Pologne ; RO = Roumanie ; RU = Russie ; SK = Slovaquie ; TH = Thaïlande ; TR = Turquie. Sont hors du cadre les observations pour l'Afrique du Sud, l'Argentine, le Mexique et le Venezuela.

<sup>1</sup> Engagements extérieurs des établissements bancaires à fin 2007, en % du total de leurs engagements.  
<sup>2</sup> Hausse des primes CDS 5 ans en dollars (sauf indication contraire), entre fin juillet 2007 et mi-mars 2008, en pb (cotées par Credit Market Analysis). <sup>3</sup> Obligations libellées en euros.

Sources : FMI ; Datastream ; données nationales.

Graphique III.15

les plus atteintes par les turbulences récentes ont été celles qui enregistrent les plus importants déséquilibres intérieurs et extérieurs et/ou celles où la politique appliquée n'apparaît pas suffisamment crédible, mais aussi celles qui ont auparavant connu de fortes entrées de capitaux, avec une hausse rapide des valorisations d'actifs et un risque de surchauffe (comme l'Afrique du Sud, la Roumanie, la Russie et la Turquie).

D'autre part, certaines ÉcÉm restent avantagées par les cours des produits de base et par des facteurs d'offre, ces derniers pouvant aussi renforcer les entrées de capitaux. On peut citer, par exemple, la diversification des portefeuilles par les investisseurs institutionnels d'Amérique du Nord et d'Europe, la recherche de rendement par les petits investisseurs du Japon et le recyclage des excédents pétroliers par les investisseurs institutionnels ou souverains du Moyen-Orient. À court terme, les préoccupations croissantes concernant la qualité des actifs dans les économies avancées pourraient même stimuler les flux de portefeuille, notamment vers les ÉcÉm enregistrant de gros excédents extérieurs.

Quoi qu'il en soit, un ralentissement économique important induit par les États-Unis amenuiserait les entrées de capitaux, sous diverses formes, dans les ÉcÉm. Les émissions d'obligations d'entreprise et de titres souverains sur les marchés mondiaux ainsi que les flux liés aux opérations de portage (*carry trade*) impliquant les ÉcÉm ont déjà diminué (chapitre V). Outre la contraction des entrées de capitaux, un ralentissement dans les économies avancées entraînerait une baisse des transferts de fonds des travailleurs migrants. Ce phénomène pourrait avoir des répercussions particulièrement sensibles dans les pays d'Amérique centrale, au Mexique, en Inde et aux Philippines, dont les besoins de financements extérieurs se trouveraient ainsi accrus, après quelques années plus favorables.

D'autres économies pourraient recevoir de nouveaux afflux de fonds...

...mais, dans l'ensemble, les entrées pourraient diminuer