

### III. Évolution dans les économies émergentes

#### Faits saillants

En 2001, la croissance s'est essoufflée dans presque toutes les économies émergentes, car la contraction de l'activité dans les pays industriels s'est accompagnée d'une réduction des échanges mondiaux, de conditions de financement volatiles et d'un recul des cours des produits de base (tableau III.1). Malgré l'assouplissement général des politiques monétaires et budgétaires, la disparition des stimulations externes n'a été que partiellement compensée par la progression de la demande intérieure. Ce ralentissement a été marqué en Amérique latine, en raison notamment des incertitudes liées à la crise en Argentine. L'Est asiatique a été touché par la chute de la demande mondiale de biens de haute technologie et le Moyen-Orient par le fléchissement des prix du pétrole. En revanche, la croissance s'est accélérée en Afrique. L'inflation s'est atténuée dans la plupart des économies émergentes mais s'est intensifiée dans celles où la dépréciation de la monnaie s'est accentuée l'année dernière. Dans l'ensemble, les déficits des paiements courants ont diminué.

Les flux de capitaux privés vers les marchés émergents ont légèrement augmenté en 2001 mais demeurent globalement faibles. L'investissement direct étranger (IDE), toujours orienté vers les grandes économies, explique essentiellement cette progression. Dans l'ensemble, les prêts bancaires ont continué à diminuer, recommençant toutefois à s'accroître en fin d'année dans plusieurs pays. Les investissements en actions ont été freinés par le climat général d'incertitude sur les marchés des capitaux, les sorties de fonds d'Argentine et de Turquie pour cause de crise et le choc mondial provoqué par les attentats du 11 septembre. Les flux obligataires sont restés stables, même si les investisseurs ont différencié de plus en plus les économies performantes de celles traversant des difficultés.

Fin 2001 et début 2002, les indicateurs d'activité se sont redressés dans de nombreuses économies émergentes. En particulier, les signes de plus en plus probants d'un retournement de conjoncture aux États-Unis ont conduit à revoir en hausse sensible les prévisions de croissance pour les pays d'Asie dotés d'un important secteur technologique tourné vers l'exportation. Les prix des produits de base ont également rebondi. Cependant, dans plusieurs pays d'Amérique latine, les incertitudes politiques ont perturbé les marchés financiers.

#### Interdépendances internationales et résultats nationaux

Venant après deux années d'expansion simultanée, le ralentissement de la croissance à la fois dans les économies industrielles et émergentes en 2001 (graphique III.1) illustre l'importance des interdépendances économiques et

Interdépendance  
accrue de la  
croissance depuis  
quelques années

Croissance et solde des paiements courants								
	PIB réel <sup>1</sup>				Solde des paiements courants <sup>2</sup>			
	Moyenne 1994-99	2000	2001	2002	Moyenne 1994-99	2000	2001	2002
Asie <sup>3</sup>	6,9	6,7	5,0	5,7	1,3	3,4	2,4	2,0
Chine	9,4	8,0	7,3	7,3	2,1	1,9	1,5	1,1
Hong-Kong RASS	2,7	10,5	0,1	1,8	-0,2	4,8	5,3	5,9
Inde	6,6	4,0	5,4	5,7	-1,1	-0,9	-0,5	-0,4
Corée	5,6	9,3	3,0	5,6	0,8	2,5	2,0	1,4
Singapour	5,3	10,0	-2,0	4,0	19,7	23,6	20,9	18,9
Taiwan, Chine	5,9	5,7	-1,9	3,0	2,6	2,9	6,7	5,5
Indonésie	2,1	4,8	3,3	3,4	-1,1	5,2	3,6	2,7
Malaysia	5,6	8,5	0,4	4,2	-0,3	10,6	8,2	7,2
Philippines	3,8	4,0	3,2	3,6	-0,8	12,2	6,3	5,3
Thaïlande	2,5	4,4	1,8	3,4	-1,4	7,5	5,4	4,8
Amérique latine <sup>3</sup>	2,9	4,5	0,6	0,5	-3,1	-2,3	-2,9	-1,7
Argentine	2,9	-0,5	-4,5	-12,2	-3,7	-3,6	-1,6	9,6
Brésil	2,8	4,5	1,4	2,1	-3,2	-4,1	-4,6	-4,0
Chili	5,6	5,4	2,8	2,9	-3,5	-1,5	-2,0	-1,6
Colombie	2,1	2,8	1,6	2,0	-4,3	0,4	-2,0	-2,8
Mexique	3,1	6,9	-0,3	1,7	-3,0	-3,1	-2,9	-3,0
Pérou	5,1	3,1	0,2	3,3	-5,8	-3,0	-2,2	-1,6
Venezuela	0,3	3,2	2,8	-2,6	3,5	11,0	2,5	2,8
Europe centrale <sup>4</sup>	2,8	3,8	3,5	3,2	-3,4	-4,9	-4,4	-4,3
Hongrie	3,2	5,2	3,8	3,5	-4,9	-3,2	-0,9	-2,8
Pologne	5,6	4,0	1,1	1,3	-2,2	-6,3	-4,0	-3,9
République tchèque	1,6	2,9	3,5	3,2	-4,0	-4,5	-4,7	-4,2
Russie	-3,3	8,3	5,0	3,7	2,9	18,5	11,0	7,2
Turquie	2,3	7,5	-7,4	2,2	-0,4	-4,8	2,3	-0,3
Israël	4,5	6,4	-0,6	1,7	-3,9	-1,3	-2,7	-1,7
Arabie Saoudite	1,1	4,5	2,2	1,2	-3,4	8,3	4,7	-1,3
Afrique	3,3	2,9	3,7	3,4	-2,9	0,2	-0,6	-2,8
Afrique du Sud	2,6	3,4	2,2	2,2	-1,1	-0,4	-0,1	-0,7
Zone CFA	4,1	2,3	4,7	5,3	-5,4	-4,1	-5,7	-5,7
<i>Pour mémoire :</i>								
<i>Pays G 7</i>	2,8	3,6	1,0	1,7	-0,2	-1,6	-1,5	-1,0

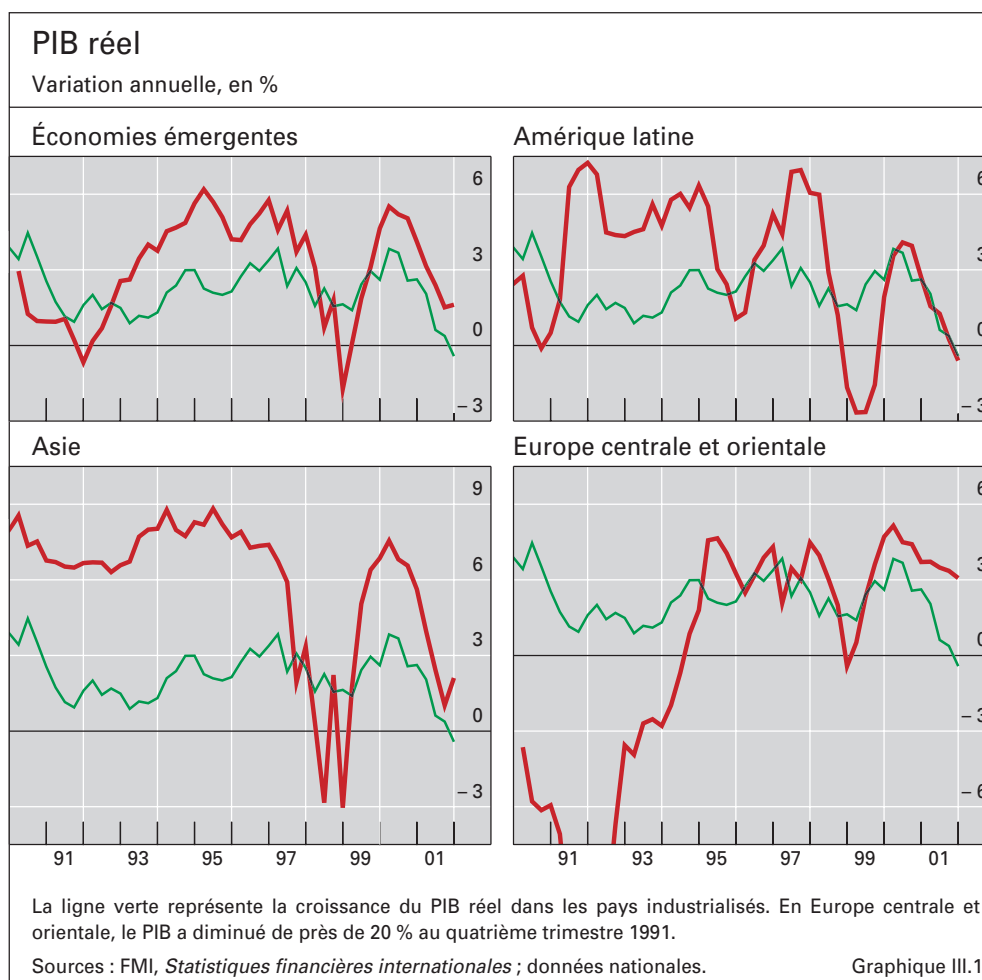
2002 : chiffres établis sur la base des prévisions consensuelles de mai 2002 et de *Perspectives de l'économie mondiale*.

<sup>1</sup> Variation annuelle, en %. <sup>2</sup> En % du PIB. <sup>3</sup> Moyenne des pays cités, sur la base des PIB et PPA de 1995. <sup>4</sup> Moyenne 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

financières internationales. D'une manière générale, au fil du temps, les tendances de la production des pays industriels, d'une part, et des économies émergentes, de l'autre, se sont rapprochées. Cette évolution est en partie fortuite, car le tassement de l'activité dans les pays industriels au début des années 90 n'a pas été synchrone (chapitre II), ce qui en a dilué l'incidence sur les économies émergentes. Depuis le milieu de cette décennie, cependant, les fluctuations de la production des trois grandes régions émergentes semblent

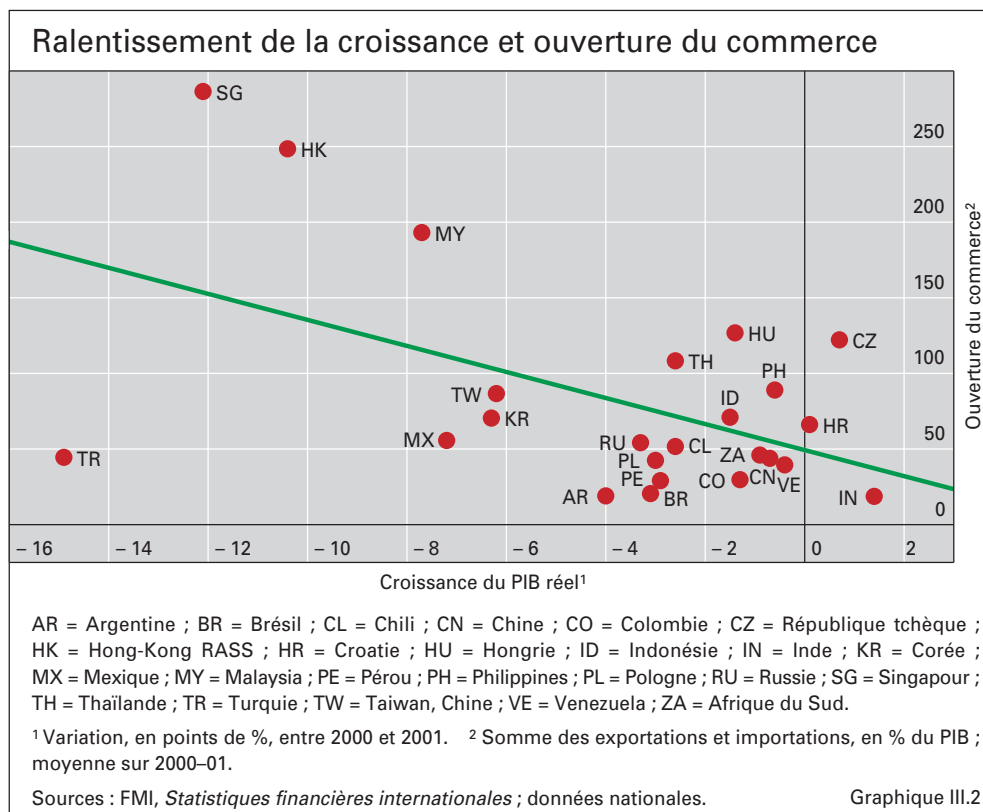


se calquer davantage sur celles du monde industriel. Ce phénomène est particulièrement évident pour l'Europe centrale et orientale, où les corrélations se renforcent et les décalages temporels se réduisent, reflétant la profonde transformation et l'intégration à l'Europe occidentale depuis le début de la transition, en 1990.

Des régressions élémentaires pour les vingt plus grandes économies émergentes donnent à penser qu'une augmentation d'un point de pourcentage de la croissance du PIB réel cumulé des États-Unis, de l'Union européenne et du Japon génère un tiers de point de pourcentage de croissance en plus pour les marchés émergents. En outre, un recul d'un point de pourcentage du Libor ferait progresser la croissance des vingt principales économies émergentes de près d'un quart de point. Les taux d'expansion de la production industrielle dans les économies avancées et émergentes présentent une corrélation encore plus forte (élasticité de pratiquement 0,75). C'est particulièrement le cas entre les économies d'Asie, d'une part, et les États-Unis et le Japon, d'autre part, ainsi qu'entre l'Europe centrale et orientale et l'Union européenne.

#### *Croissance et interdépendances commerciales*

L'année dernière, le ralentissement dans les pays industriels s'est répercuté sur les échanges mondiaux, qui avaient affiché une expansion de plus de 12 %



en 2000. Par suite, la croissance des marchés émergents très ouverts a enregistré un net repli, qui a atteint 8–12 points de pourcentage en termes réels à Singapour, Hong-Kong RASS (ci-après Hong-Kong) et en Malaysia (graphique III.2). Le Mexique est, lui aussi, fortement tributaire du commerce avec les pays industriels. Après un bond impressionnant de 7 % en 2000, son PIB réel a régressé de 0,3 % en 2001, en grande partie sous l'effet de la contraction de la demande d'importations aux États-Unis. Celle-ci explique également la décélération brutale de la production en Corée et à Taiwan, Chine (ci-après Taiwan). En revanche, dans les économies plus fermées que sont l'Inde et la Chine, la croissance est demeurée plutôt dynamique et principalement alimentée par des facteurs internes, qui ont aussi joué un rôle important au Brésil, en Indonésie et en Pologne (voir ci-après).

La direction et la composition des échanges commerciaux ont également influé de manière significative sur les résultats des marchés émergents l'année dernière. Ceux d'Asie et de plusieurs économies latino-américaines entretenant de solides relations commerciales bilatérales avec les États-Unis (tableau III.2) ont subi une contraction exceptionnellement marquée de leur croissance et de la demande d'exportations. L'Europe centrale et orientale commerce, elle, principalement avec la zone euro, où la baisse des importations a été moins prononcée, de sorte que la production industrielle et les exportations y sont restées relativement soutenues (graphique III.3).

L'essoufflement de la croissance en Asie s'explique principalement par la chute de la demande mondiale de biens de haute technologie, qui représentent 40 % des exportations manufacturières de la région. L'élasticité des exportations asiatiques par rapport au revenu étant, selon des

Le ralentissement a été fonction du degré d'ouverture des échanges commerciaux ...

... et de la dépendance relative à l'égard du marché américain

La composition des échanges par secteur a également joué

Exportations : principaux marchés et produits <sup>1</sup>					
	Asie <sup>2</sup>	Amérique latine <sup>3</sup>	Europe centrale et orientale <sup>4</sup>	Afrique et Moyen-Orient <sup>5</sup>	Ensemble des économies émergentes
<b>Marchés d'exportations<sup>6</sup></b>					
États-Unis	21	39	4	16	20
Japon	13	4	1	4	6
Zone euro	16	16	60	44	34
Intrarégionaux	31	17	16	3	17
Autres	19	24	19	33	24
<b>Produits<sup>7</sup></b>					
Alimentation	8	24	8	14	14
Agriculture	2	4	3	3	3
Combustibles	5	21	8	38	18
Métaux	2	15	5	5	7
Produits manufacturés	82	36	74	39	58
Haute technologie	40	18	17	6	20

<sup>1</sup> En % du total des exportations ; groupes de pays : moyenne non pondérée. <sup>2</sup> Chine, Corée, Hong-Kong RASS, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taiwan (Chine) et Thaïlande. <sup>3</sup> Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. <sup>4</sup> Bulgarie, Croatie, Hongrie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Russie, Slovaquie et Turquie. <sup>5</sup> Afrique du Sud, Algérie, Arabie Saoudite, Égypte, Israël, Kenya, Maroc, Nigeria et Tunisie. <sup>6</sup> 2000. <sup>7</sup> 1999.

Sources : Banque mondiale ; FMI, *Direction of Trade*. Tableau III.2

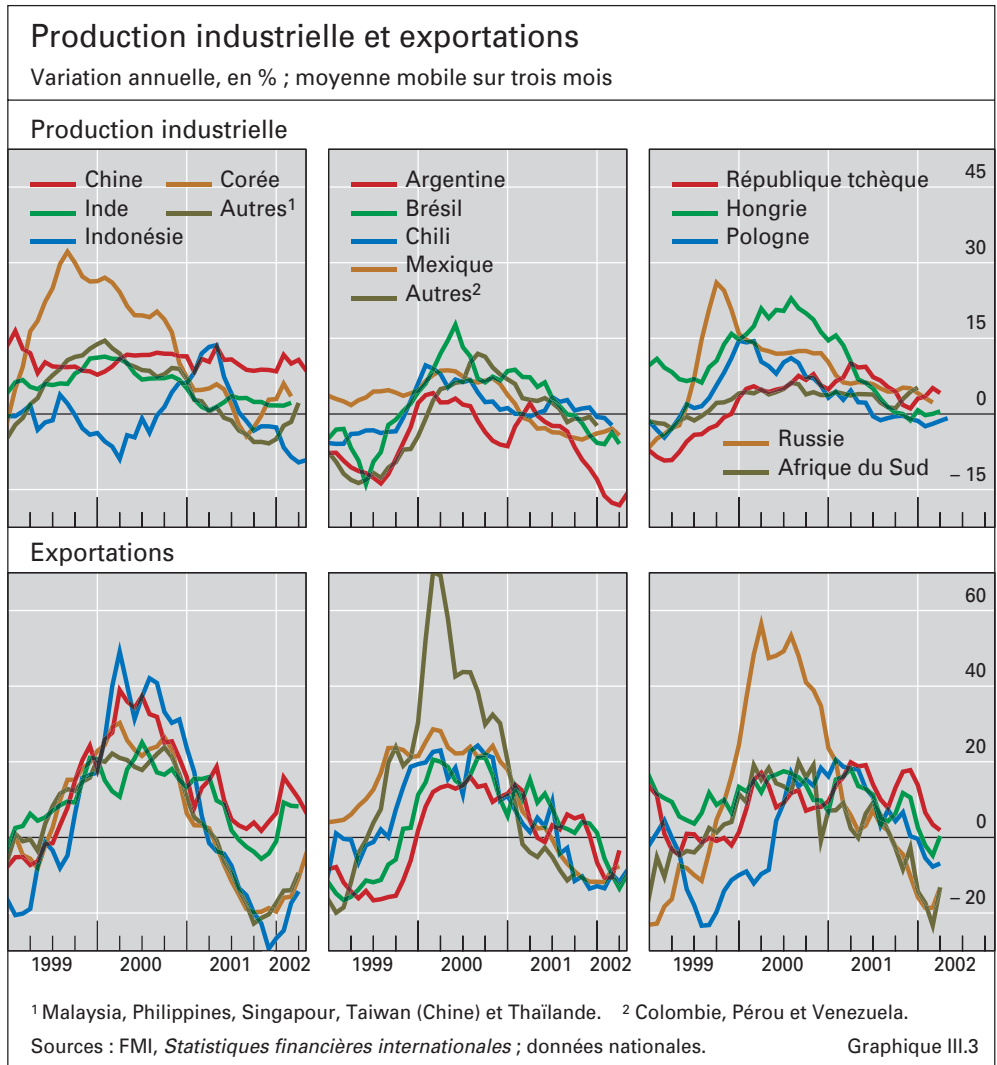
estimations, deux fois plus élevée que pour les exportateurs latino-américains et africains de produits de base, la décreue des importations des pays industriels a davantage touché l'Asie. Ainsi, exprimées en dollars, les exportations cumulées pour la Corée, l'Indonésie, la Malaysia, les Philippines et la Thaïlande ont régressé de 11 % en 2001, après une hausse de 19 % en 2000. Celles d'Europe centrale et orientale (machines et équipements, notamment) ont nettement moins souffert de cette désaffection pour la haute technologie.

Le tourisme  
durement touché

Le tourisme a subi un revers de taille en 2001, particulièrement après les attentats du 11 septembre. Les Caraïbes, les pays africains où ce secteur est développé, notamment Maroc, Tunisie, Égypte et Kenya, ainsi que nombre de destinations d'Asie ont été durement frappés.

Malgré le recul des  
cours des produits  
de base ...

Le ralentissement économique mondial a également pesé sur les cours des produits de base : en moyenne, le prix en dollars des produits primaires hors pétrole exportés par les marchés émergents a fléchi d'environ 9 % en 2001. C'est la demande de métaux qui a le plus souffert, réduisant les recettes d'exportations de l'Afrique du Sud, du Chili, de la Russie et de la Zambie, tandis que l'offre de produits agricoles continuait de s'étoffer, malgré la baisse des cours. Ces dépréciations ont surtout pénalisé les exportateurs du continent africain, où les produits de base non pétroliers, café et coton en particulier, entrent souvent pour une large part dans les recettes d'exportations. Parallèlement, le repli des prix du pétrole importé a avantaagé certains pays africains alors que, dans d'autres, la



production agricole a profité des conditions météorologiques favorables. Comme, en outre, l'Afrique commerce essentiellement avec l'Europe, où la demande a été plus soutenue, la croissance s'y est améliorée l'an dernier, pour s'établir à 3¾ %, soit près d'un point de pourcentage de plus qu'en 2000.

... la croissance a augmenté en Afrique

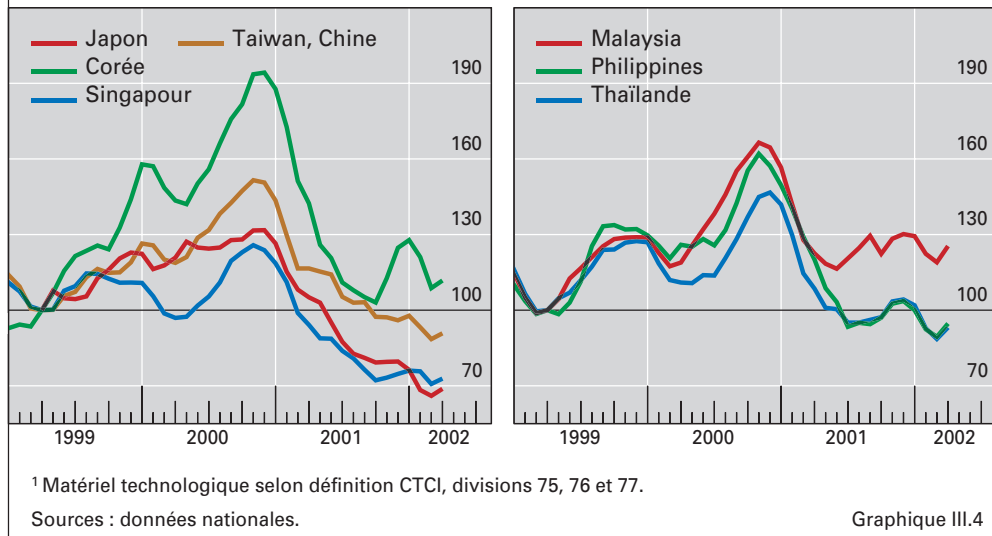
La chute des prix (près de 15 %) et le léger fléchissement de la demande mondiale, pour les produits pétroliers, ont mis à mal les recettes des pays émergents exportateurs de pétrole, dont l'excédent courant est revenu de \$100 milliards en 2000 à \$56 milliards l'an passé. En Arabie Saoudite, numéro un mondial du secteur, la croissance du PIB est tombée à 2 %, contre 4½ % en 2000.

Certaines de ces tendances restrictives ont commencé à s'inverser fin 2001. Les exportations de produits de haute technologie et, dans une moindre mesure, de composants se sont intensifiées vers la fin de l'année en Corée, en Malaysia, aux Philippines et en Thaïlande (graphique III.4). Cependant, les chiffres récents ainsi que le repli des prix des semi-conducteurs et des microprocesseurs laissent supposer, au premier semestre 2002, un rebond des exportations asiatiques plus modeste que lors des précédentes reprises.

Une amélioration modérée s'annonce ...

## Économies d'Asie : exportations de biens de haute technologie vers les États-Unis<sup>1</sup>

Mars 1999 = 100 ; moyenne mobile sur trois mois



... mais l'horizon est plus incertain pour l'Amérique latine

Les perspectives des pays d'Amérique latine sont moins dégagées, en raison surtout des déséquilibres extérieurs et des incertitudes politiques dans certains d'entre eux. Le renchérissement des produits de base hors pétrole devrait néanmoins soutenir l'expansion au sein des pays exportateurs latino-américains et africains concernés. Cependant, au moment de l'élaboration du présent Rapport, l'évolution de la situation politique et économique ne permet pas de formuler des prévisions précises sur la production et les prix du pétrole.

### Facteurs internes

Le fléchissement du commerce mondial a été le principal déterminant de l'évolution, examinée précédemment, dans les économies plus ouvertes. Cependant, d'une manière générale, l'expansion de la production et les soldes extérieurs ont également été influencés par la nature et l'ampleur des ajustements internes aux chocs extérieurs ainsi que par certains facteurs spécifiques.

Politiques expansionnistes et compression des importations en Asie

Plusieurs pays d'Asie affectés par le repli de la demande extérieure – Corée, Malaysia et Thaïlande – ainsi que les économies plus fermées que sont la Chine et l'Inde ont adopté une politique interne expansionniste favorisant la consommation des ménages, la construction de logements ou l'investissement public. Dans ces pays, l'épargne totale s'est contractée, sous l'effet de la relance budgétaire et du recul de l'épargne des ménages. Dans d'autres économies d'Asie – Singapour, Taiwan et, dans une moindre mesure, Hong-Kong – l'ajustement à cette baisse de la demande d'exportations s'est traduit essentiellement par des niveaux moins élevés des stocks et investissements à forte intensité d'importations. Cette stratégie a nettement atténué l'impact négatif du tassement des exportations sur la balance des opérations courantes. Néanmoins, le solde positif épargne/investissement (qui

apparaît depuis la contraction des dépenses d'investissement consécutive à la crise asiatique de 1997-98) et l'excédent courant qui y est associé se sont détériorés en Asie l'an dernier.

Dans les autres régions émergentes, l'ajustement aux chocs extérieurs a été variable. Quelques pays exportateurs de pétrole (Arabie Saoudite et Mexique) ont réagi à la décline des recettes d'exportations en comprimant leurs dépenses publiques. Certains, comme la Russie et le Venezuela, ont choisi de diminuer leur épargne totale en utilisant une partie de leur surcroît de recettes pétrolières pour stimuler la demande intérieure. Les approches et ajustements ont également varié en Amérique latine. L'investissement a plongé en Argentine, au Mexique et au Pérou, mais il est resté relativement stable ou s'est légèrement accru au Brésil, au Chili et en Colombie. Dans ces trois pays, l'épargne a diminué, creusant le déficit courant.

Ajustement variable dans les autres régions

Dans certaines grandes économies, des facteurs internes spécifiques ont affecté l'évolution de la production. En Indonésie, le PIB réel a progressé d'un peu plus de 3 %, ce qui est nettement inférieur aux rythmes d'avant la crise. Outre le repli des prix des matières premières et du pétrole, les incertitudes politiques et les tensions sociales dans plusieurs provinces ont freiné l'expansion. Le taux de croissance prévu pour 2002, tout juste supérieur à 3 %, risque de ne pas suffire à enrayer une aggravation du chômage. De plus, des problèmes juridiques et judiciaires complexes continuent d'entraver la restructuration des banques et des entreprises.

Tensions politiques et sociales en Indonésie

En Russie, la croissance s'est ralentie par rapport à l'année précédente, mais moins que prévu ; cette décélération s'expliquerait principalement par le tassement de la demande extérieure et les effets de l'appréciation antérieure de la monnaie en termes réels. Cependant, la demande intérieure est restée vigoureuse, la consommation privée et l'investissement ayant bien réagi à la dynamique des réformes. Une fois encore, le pays a enregistré des résultats budgétaires confortables et le solde des opérations courantes est resté largement positif (à 11 % du PIB).

Accentuation de la dynamique des réformes en Russie

Au Brésil, la croissance du PIB est revenue à 1½ % en 2001 sous les effets conjugués de plusieurs facteurs : crise énergétique imposant un rationnement de l'électricité, dégradation des termes de l'échange et orientation anti-inflationniste plus restrictive. Le déficit courant s'est légèrement creusé (à 4½ % du PIB), mais la balance commerciale a enregistré son premier excédent depuis 1994, tandis que les entrées d'IDE s'inscrivaient à \$19 milliards. Le pays reste néanmoins exposé à un environnement international volatil, étant donné l'ampleur (en baisse tendancielle cependant) des besoins de financement extérieur.

Le Brésil touché par une crise énergétique et les retombées de la situation en Argentine

Des facteurs internes ont également ralenti la croissance en Pologne, où le PIB réel a juste progressé de 1 % en 2001. Elle a été principalement freinée par l'investissement, qui s'est contracté de quelque 10 %, en raison notamment de taux d'intérêt réels élevés et de la vigueur persistante du zloty. La consommation privée a également pâti de la montée du chômage, tandis que la poursuite de l'assainissement budgétaire a comprimé

Faiblesse de la demande intérieure en Pologne



la consommation publique. La croissance est restée faible au premier trimestre 2002.

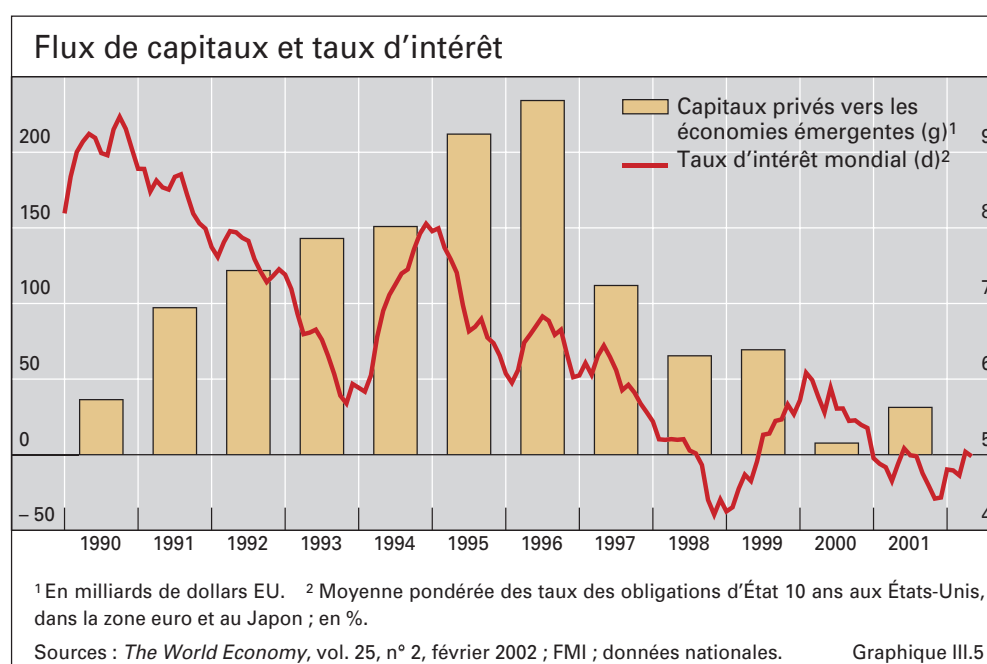
### Interdépendances des marchés financiers et flux de capitaux

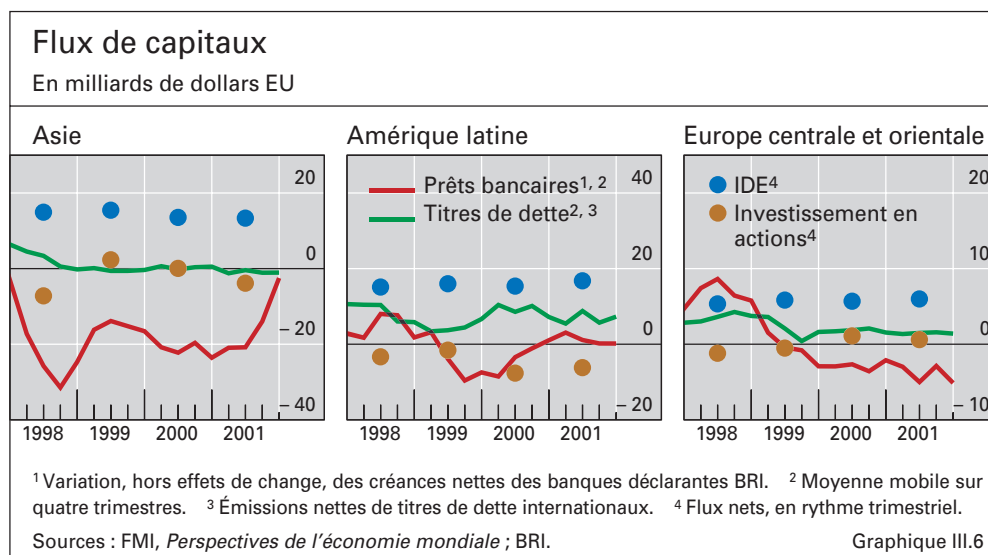
Bonne tenue relative des flux de capitaux

Les variations des taux d'intérêt internationaux ont toujours influé fortement sur le volume des flux de financement, les marchés émergents bénéficiant habituellement davantage d'entrées de capitaux privés en période de détente monétaire (graphique III.5). L'an dernier, cependant, le repli des taux dans les pays industriels s'est inscrit dans un contexte de ralentissement mondial et d'aversion accrue des investisseurs pour le risque. Dans ces conditions, et compte tenu des perturbations pouvant résulter des crises en Argentine et en Turquie, une vive contraction des apports aux marchés émergents aurait pu se produire. En réalité, la baisse des taux a entraîné, vers les économies émergentes, une légère augmentation des flux de capitaux, dont certaines composantes parmi les plus volatiles sont même restées relativement stables (graphique III.6).

Accroissement des apports d'IDE aux grandes économies

En 2001, l'accroissement des flux de capitaux privés a été dû surtout à l'IDE. Traditionnellement tourné vers les produits finis et intermédiaires destinés aux pays industriels, l'IDE avait donc tendance à se contracter en période de ralentissement dans ces pays et à s'intensifier pendant les phases d'expansion. Depuis le milieu des années 90, toutefois, la progression des flux d'IDE traduit essentiellement la volonté des bailleurs de fonds de s'assurer un accès aux grands marchés des produits finis à travers les privatisations ainsi que les fusions et acquisitions. Aussi ces flux sont-ils géographiquement plus ciblés. Cela s'est encore vérifié l'an dernier, lorsque le produit de la cession d'une grande banque mexicaine et du rachat d'un important groupe minier sud-africain a dépassé, en fait, l'augmentation des flux d'IDE cumulés vers les marchés émergents. Par ailleurs, suite à son adhésion à l'OMC, la Chine a bénéficié d'un essor des flux d'IDE.





Les créances transfrontières des banques déclarantes BRI envers les marchés émergents ont diminué en 2001. Dans plusieurs économies d'Asie, toutefois, les prêts bancaires transfrontières sont redevenus positifs en fin d'année, pour la première fois depuis mi-1997 (chapitre VI). Les banques étrangères et leurs filiales locales ont aussi continué de prêter et d'investir des sommes notables en Europe centrale et en Russie. En revanche, les établissements internationaux ont fortement réduit leurs créances sur l'Argentine.

Les prêts transfrontières sont redevenus positifs dans certains pays

En 2001, les flux de portefeuille en actions vers l'Asie se sont contractés ; ils ont aussi fléchi, dans une moindre mesure, en Amérique latine, mais sont restés stables en Europe centrale et orientale. Le tassement de la demande et de l'offre d'actions en Asie durant la majeure partie de l'année traduit l'incertitude des perspectives économiques ainsi que l'effondrement des cours des titres technologiques, qui a érodé la valeur du portefeuille des investisseurs en actifs à haut risque. De plus, la corrélation entre les variations de l'indice Nasdaq et les cotations dans la plupart des économies émergentes s'étant renforcée ces dernières années (tableau III.3), il était devenu moins intéressant de diversifier les portefeuilles en titres de ces pays. Depuis mars 2002, cependant, sur plusieurs d'entre elles, les cours se sont dissociés de l'indice Nasdaq.

Les flux de portefeuille en actions reflètent les perspectives économiques

	Corée	Hong-Kong RASS	Malaysia	Singapour	Taiwan, Chine	Thaïlande
1995-1996	0,28	0,32	0,07	0,11	0,07	0,20
1999-2002 T1	0,47	0,61	0,29	0,44	0,34	0,31
	Afrique du Sud	Argentine	Brésil	Chili	Mexique	Pologne
1995-1996	0,09	0,16	0,14	0,09	0,27	0,16
1999-2002 T1	0,52	0,25	0,50	0,30	0,61	0,44

<sup>1</sup> Cours en monnaie nationale ; corrélation calculée à partir de séries hebdomadaires.  
Source : Bloomberg.

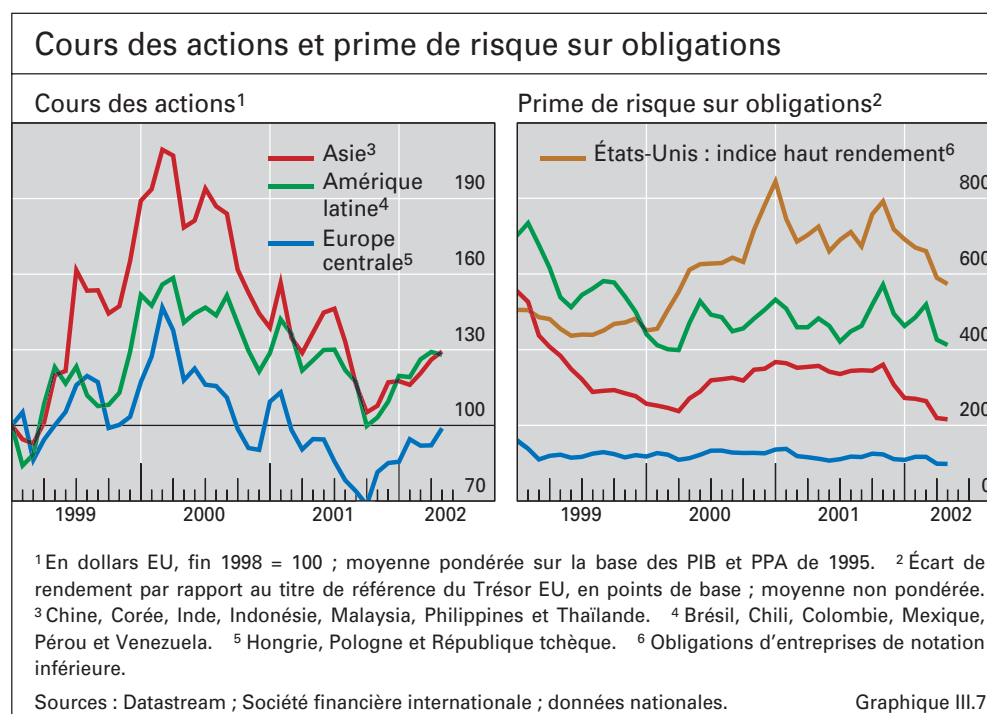
Tableau III.3

Les émissions d'actions des marchés émergents se sont intensifiées au premier trimestre 2002, et les indices boursiers ont augmenté plus vite qu'aux États-Unis (graphique III.7). Durant cette période, les flux d'actions ont été largement orientés vers l'Afrique du Sud, l'Asie, le Brésil et le Mexique, tandis que d'autres pays d'Amérique latine et la Pologne ont enregistré des sorties. Cette évolution semble témoigner d'une confiance accrue dans l'amélioration des perspectives mondiales, particulièrement en Asie. À quelques exceptions près, ce redressement ne s'est pas concentré sur la haute technologie mais a reposé sur une base plus large, intégrant le secteur bancaire pour la première fois depuis plusieurs années. Un vif rebond s'est également produit sur les marchés des actions d'Europe centrale et orientale. Pourtant, les places boursières de nombreux pays émergents restent nettement en deçà de leurs sommets de 2000, et toutes n'ont pas bénéficié de la récente remontée des cours.

Stabilité des flux obligataires, les investisseurs privilégiant les signatures de qualité

Les émissions obligataires nettes des marchés émergents ont été assez stables en 2001 (chapitre VI). Entre autres raisons, le recul des taux d'intérêt dans les pays industriels et la légère réduction des primes sur les obligations de qualité ont notablement abaissé les coûts pour les bonnes signatures. Cela a incité des emprunteurs traditionnels (Chine, Hongrie, Malaysia, Mexique et Pologne) et de petits émetteurs (Colombie, Croatie, Lettonie et Uruguay) à lever des fonds. Sur le marché secondaire, les primes se sont resserrées en 2001, sauf pour l'Argentine.

Après le 11 septembre, les primes de risque avaient fortement augmenté (de plus de 200 points de base en moyenne), avant de retomber à un niveau jamais enregistré depuis début 2000 (graphique III.7). En Amérique latine, elles ont été particulièrement volatiles, en raison des premières retombées de la crise argentine, mais, depuis octobre 2001, des signes de découplage apparaissent clairement. Les nouvelles émissions obligataires internationales



lancées par les principaux emprunteurs des économies émergentes se sont intensifiées au premier trimestre 2002.

Bien que les flux de capitaux en direction des économies émergentes aient globalement fait preuve de résistance l'an dernier, de nombreux pays caractérisés par des ratios endettement/PIB élevés, une lourde charge du service de la dette ou une forte proportion de dette à court terme par rapport à leurs réserves de change (tableau III.4) sont et resteront très sensibles à l'évolution du sentiment sur les marchés. Ainsi, les sorties nettes ont contribué aux crises en Argentine et en Turquie. En revanche, le Mexique a continué d'attirer un important volume d'investissements l'an passé, grâce à son intégration économique croissante avec les États-Unis. De même, les investisseurs perçoivent de plus en plus les pays d'Europe centrale et orientale candidats à l'adhésion à l'UE comme des « marchés en phase de convergence ». Étant donné que ces pays adoptent un cadre politique défini de plus en plus souvent par l'Union européenne, ils sont considérés comme des destinations moins risquées pour l'investissement.

Malgré la reprise qui s'amorce dans les pays industriels, un rebond rapide des flux de capitaux vers les marchés émergents n'est pas attendu en 2002. Les banques resteront sans doute prudentes, étant donné la proportion croissante de créances douteuses dans leurs bilans. D'autres investisseurs potentiels pourront se montrer préoccupés par l'évolution de la crise en Argentine et ses répercussions éventuelles sur d'autres pays d'Amérique latine. Les flux d'IDE devraient résister, mais être de plus en plus concentrés sur les pays disposant de marchés relativement importants. Les nouveaux engagements d'IDE en faveur de la Chine ont déjà fortement augmenté au premier trimestre 2002, et, s'il est soutenu, le redressement des exportations

Les économies très endettées restent plus vulnérables

Un rebond des flux de capitaux n'est pas à attendre en 2002

Indicateurs d'endettement en 2000						
	Dette du secteur public			Total du service de la dette <sup>1</sup>	Service de la dette publique <sup>2</sup>	Dette extérieure à court terme en % des réserves de change
	Montant total	Dette extérieure	Dette intérieure			
	en % du PIB			en % des exportations <sup>3</sup>		
Inde	60	9	51	13	11	9
Indonésie	99	59	40	25	10	80
Philippines	81	48	33	14	9	46
Argentine	52	34	18	71	43	116
Brésil	39	4	35	91	35	95
Hongrie	55	8	47	24	11	38
Russie	67	52	15	10	4	64
Turquie	62	21	41	36	17	130

<sup>1</sup> Paiements d'intérêts et de principal sur la dette extérieure publique et privée à long terme (≥ un an). <sup>2</sup> Paiements d'intérêts et de principal sur la dette extérieure à long terme du secteur public. <sup>3</sup> Exportations de biens et services.

Sources : Banque mondiale ; Institute of International Finance (IIF) ; données nationales ; BRI.

Tableau III.4

et du PIB de l'Asie devrait drainer des fonds vers plusieurs autres pays de l'Est asiatique. En outre, les programmes de privatisation d'entreprises de services publics, d'équipements collectifs et de télécoms en Europe centrale et orientale pourraient aussi engendrer des entrées massives de capitaux dans la région. Parallèlement, la part d'IDE revenant à l'Amérique latine est appelée à se contracter, car les privatisations devraient y jouer un rôle moindre en 2002.

## La politique économique face au ralentissement

### *Rôle de la politique monétaire et de change*

Détente monétaire  
et budgétaire ...

Soucieuses de contrebalancer les effets du ralentissement mondial, un nombre exceptionnellement élevé d'économies émergentes ont assoupli leurs politiques monétaires et budgétaires l'an dernier. Plusieurs ont ramené leurs taux directeurs à leurs plus bas niveaux depuis la crise asiatique (tableau III.5). Certaines, dotées d'un régime de change souple, ont aussi accepté une dépréciation de leur monnaie, ce qui a également contribué à atténuer le choc. D'autres, en revanche, ont dû relever leurs taux pour se protéger, en raison d'une position extérieure fragilisée.

... facilitée par  
les baisses de taux  
et la faiblesse de  
l'inflation dans les  
pays industriels

Deux facteurs ont facilité cette détente monétaire. Premièrement, les amples baisses des taux dans les pays industriels ont permis aux économies émergentes de réduire les leurs sans provoquer des sorties de capitaux ni des pressions sur leur monnaie. Deuxièmement, grâce à la décreue générale de l'inflation interne (tableau III.6), les banques centrales ont pu procéder à des assouplissements plus marqués. Pourtant, certains pays ont été exposés à des tensions inflationnistes, ce qui a limité leur marge de manœuvre face au ralentissement de l'activité. D'autres éléments ont freiné le processus : crainte d'une propagation de la crise argentine, aggravation des incertitudes politiques dans une partie de l'Amérique latine

Taux directeurs						
	Chine	Corée	Hong-Kong RASS	Inde	Indonésie	Malaysia
Variation depuis déc. 2000 <sup>1</sup>	-27	-125	-475	-150	208	-50
Niveau en avril 2002 <sup>2</sup>	1,98	4,00	3,25	6,50	16,61	5,00
	Philippines	Singapour <sup>3</sup>	Taiwan, Chine	Thaïlande	Hongrie	Pologne
Variation depuis déc. 2000 <sup>1</sup>	-650	-200	-250	50	-250	-950
Niveau en avril 2002 <sup>2</sup>	7,00	0,81	2,13	2,00	8,50	9,50
	République tchèque	Russie <sup>3</sup>	Afrique du Sud	Brésil	Chili	Mexique <sup>3</sup>
Variation depuis déc. 2000 <sup>1</sup>	-150	-186	-50	227	-282	-1 200
Niveau en avril 2002 <sup>2</sup>	3,75	15,85	11,50	18,11	4,75	6,01

<sup>1</sup> En points de base. <sup>2</sup> En %, fin de période. <sup>3</sup> Taux d'intérêt à 3 mois.  
Source : Bloomberg. Tableau III.5

Prix à la consommation						
	1990-97	1998	1999	2000	2001	2002 T1
	variation annuelle, en %					
Asie <sup>1</sup>	9,1	7,6	2,3	1,9	3,1	1,7
Chine	10,7	-0,9	-1,4	0,3	0,7	-0,5
Corée	6,1	7,5	0,8	2,3	4,3	2,4
Hong-Kong RASS	8,5	2,9	-4,0	-3,7	-1,5	-2,8
Inde <sup>2</sup>	9,1	6,9	3,5	5,3	5,2	1,2
Indonésie	8,3	58,4	20,5	3,7	11,5	14,5
Malaysia	3,6	5,3	2,7	1,5	1,4	1,5
Philippines	9,9	9,7	6,7	4,3	6,1	3,6
Singapour	2,5	-0,3	0,5	1,5	1,1	-0,9
Thaïlande	5,2	8,1	0,3	1,5	1,7	0,5
Amérique latine <sup>1</sup>	157,5	9,7	9,1	6,6	6,6	7,3
Argentine	77,4	0,9	-1,2	-0,9	-1,1	4,2
Brésil	500,4	3,8	4,9	6,0	8,0	9,5
Chili	13,5	5,1	3,4	3,8	3,6	2,4
Mexique	21,0	15,9	16,6	7,9	6,2	4,3
Europe centrale <sup>1</sup>	20,7 <sup>3</sup>	11,8	6,5	8,7	5,9	4,0
Hongrie	22,2 <sup>3</sup>	14,1	10,0	9,8	9,2	6,3
Pologne	24,7 <sup>3</sup>	11,7	7,3	10,1	5,5	3,5
République tchèque	9,1 <sup>3</sup>	10,7	2,1	3,9	4,7	3,8
Russie	112,9 <sup>3</sup>	27,7	85,7	20,8	21,5	17,8
Afrique du Sud	10,8	6,9	5,2	5,3	5,7	4,3

<sup>1</sup> Moyenne pondérée des pays cités, sur la base des PIB et PPA de 1995. <sup>2</sup> Prix de gros. <sup>3</sup> Moyenne pour la période 1993-97.

Sources : FMI ; données nationales.

Tableau III.6

et vulnérabilité héritée d'antécédents d'inflation élevée et de politiques budgétaires imprudentes.

#### *Tendance marquée à un assouplissement en Asie*

Grâce à de solides positions extérieures et à un régime de change souple, l'Asie a adapté sa politique monétaire plus rapidement que d'autres régions pour faire face au ralentissement. En fait, à l'exception de l'Indonésie, tous les pays dotés d'un tel régime de change ont abaissé leurs taux d'intérêt l'an dernier, de manière particulièrement marquée aux Philippines et à Taiwan (tableau III.5). L'Inde et la Corée ont aussi réduit leurs taux durant l'année et complété ces mesures par un assouplissement quantitatif, dans le premier cas en diminuant le coefficient de réserves obligatoires imposé aux banques et, dans le second, en relevant le plafond du crédit total après le 11 septembre. L'Indonésie, en revanche, a dû resserrer sa politique monétaire pour endiguer la poussée de l'inflation et contenir les pressions croissantes sur le change. Les fortes baisses des taux en Asie ont contribué à soutenir la demande pendant la phase de ralentissement et devraient améliorer les perspectives de reprise. Néanmoins, si cette dernière se confirme, un durcissement monétaire pourrait être requis. C'est ainsi que la Corée a déjà relevé ses taux d'intérêt au

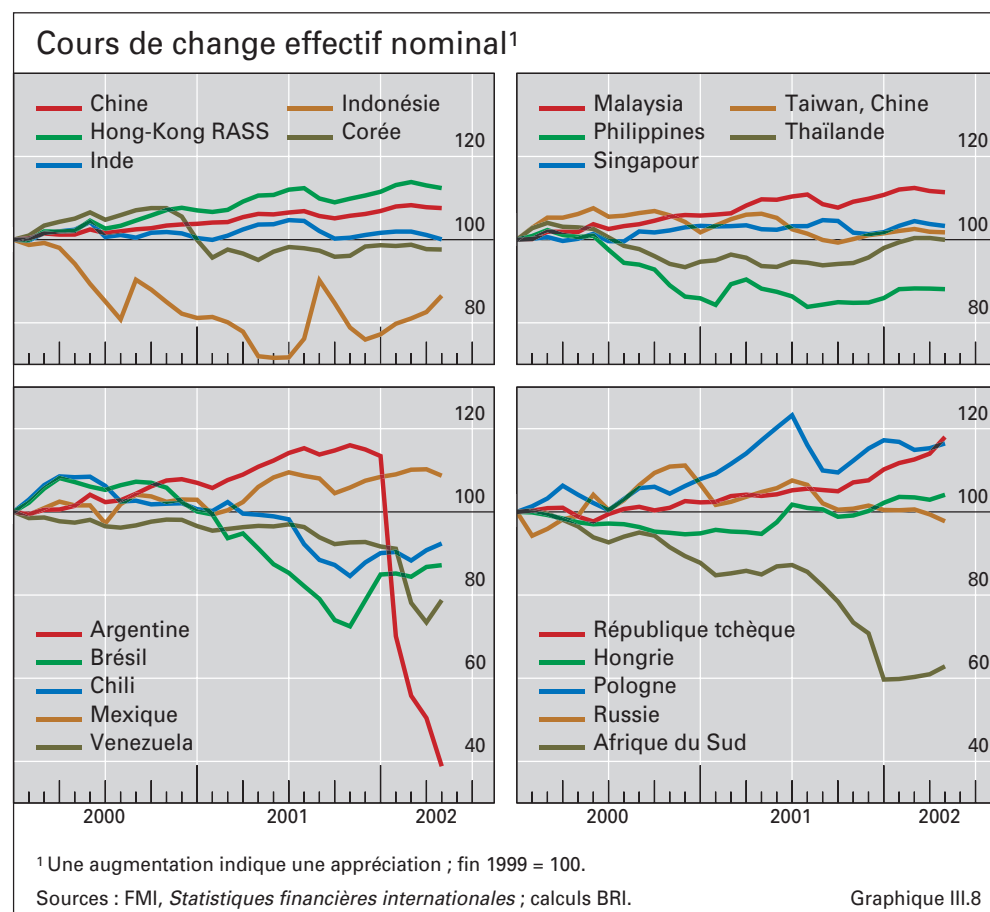
Baisse des taux dans la plupart des pays d'Asie dotés d'un régime de change souple ...

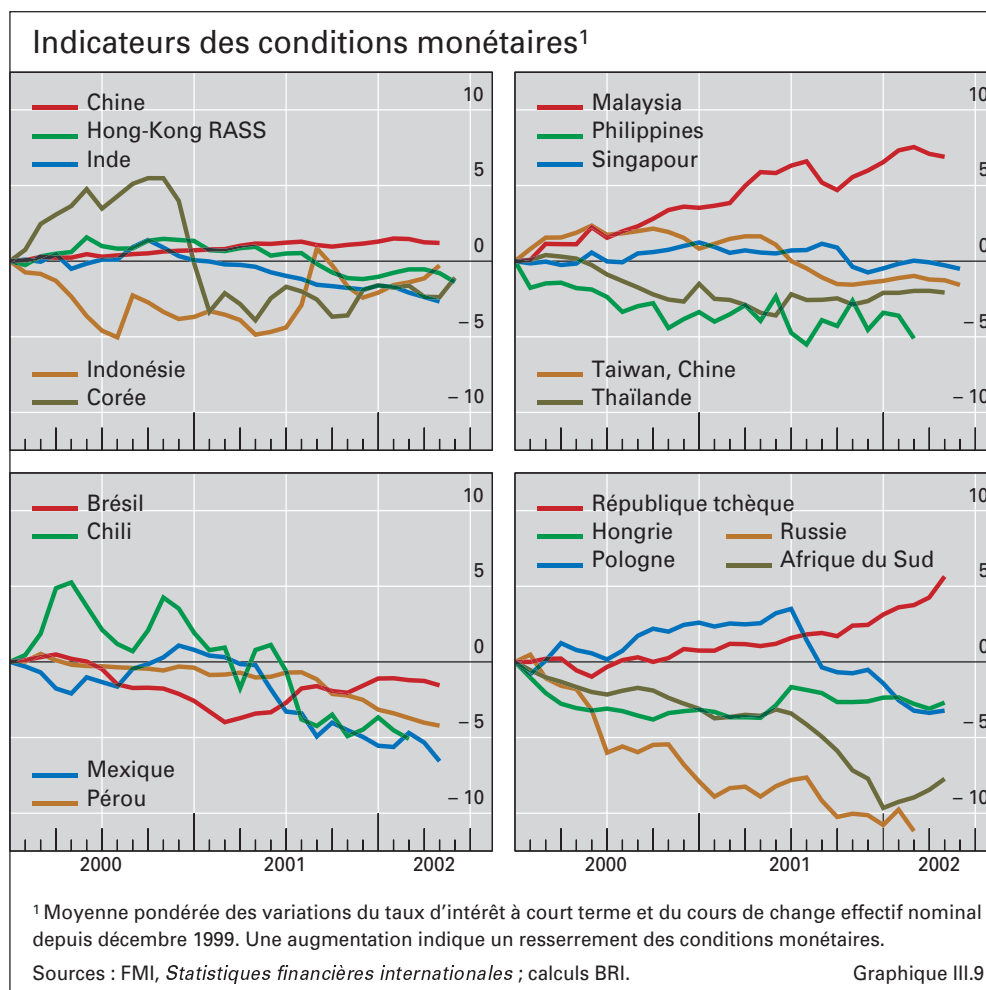
... mais évolutions différentes des cours de change effectifs

deuxième trimestre 2002, à la suite du redémarrage de la demande intérieure et extérieure.

Même si la majorité des pays ont vu leur monnaie perdre du terrain face au dollar en hausse, d'autres facteurs ont atténué ou annulé les gains de compétitivité potentiels. Ainsi, la dépréciation rapide du yen et du won coréen (environ 20 % entre mi-2000 et début 2002) a exercé des tensions sur le cours de change effectif de la plupart des autres monnaies asiatiques (graphique III.8). Le raffermissement ultérieur de ces deux devises a quelque peu allégé ces tensions. En outre, dans les pays à inflation comparativement élevée (Indonésie et Philippines), les dépréciations nominales ne se sont pas intégralement traduites par des gains de compétitivité internationale. Enfin, certains pays (l'Inde par exemple) ont préféré maintenir une parité relativement stable par rapport au dollar, de sorte que les fluctuations de leur cours de change effectif ont été minimales.

Malgré ces facteurs défavorables, la dépréciation de leur monnaie a valu à certains pays un surcroît de compétitivité notable. Ainsi, le cours effectif réel du won coréen a cédé 5 % entre août 2000 et mars 2002, essentiellement pendant la période d'atonie de la demande extérieure. À Taiwan, la monnaie avait glissé, en août 2001, de 7 % en termes réels sur douze mois. Singapour a également permis à son cours de change d'atténuer les chocs extérieurs. En utilisant le cours de change effectif nominal comme objectif opérationnel, les autorités ont assoupli l'orientation de leur politique, qui d'une tendance à l'appréciation est devenue neutre en juillet 2001 ; elles ont, en outre, élargi





par la suite la bande de fluctuation de leur monnaie pour permettre une dépréciation après les événements du 11 septembre.

Si les baisses de taux opérées aux États-Unis ont globalement permis une certaine détente, dans les pays dont la monnaie est rattachée au dollar la politique monétaire a pris des orientations variables. La Chine, dont le taux d'intérêt interne était déjà bas, ne l'a pas diminué avant début 2002. En Malaysia, le taux directeur est resté inchangé pour attirer les entrées de capitaux. Après son abaissement en septembre, les principaux taux courts n'ont guère réagi. Dans ces deux pays, les contrôles sur les mouvements de capitaux ont permis d'isoler les taux internes des effets du cycle mondial des taux d'intérêt. Hong-Kong, en revanche, a reproduit fidèlement les réductions de taux aux États-Unis. Si, dans ces trois cas, le lien avec le dollar a continué à servir d'ancrage crédible, la vigueur de la monnaie américaine par rapport à la plupart des autres devises a provoqué une appréciation du change effectif réel, à partir surtout de l'automne 2001. Cela pourrait expliquer pourquoi ces pays ont choisi de relancer la demande intérieure par la voie budgétaire.

Le graphique III.9 présente les indicateurs des conditions monétaires sur la base de l'incidence conjuguée des modifications du taux d'intérêt à court terme et du change effectif nominal. Il montre que les conditions monétaires ont été le plus souvent assouplies en 2001. Toutefois, au Brésil, en Indonésie,

Réactions diverses  
des pays à régime  
de change fixe



en Malaysia et en République tchèque, elles se sont resserrées et sont restées plus ou moins inchangées en Chine, Hongrie et Thaïlande.

#### *Rétrécissement de la marge de manœuvre en Amérique latine*

En Amérique latine, l'assouplissement de la politique monétaire s'est heurté à divers obstacles : importants besoins de financements extérieurs, recrudescence des tensions inflationnistes dans certains pays, perte de confiance des investisseurs et montée des incertitudes politiques. De nombreuses économies ont même été obligées de durcir leur orientation pour soutenir leur monnaie.

Durcissement  
monétaire au Brésil  
et au Venezuela ...

Face à une inflation dépassant l'objectif fixé et un real sous pression en raison de la crise en Argentine, le Brésil a raffermi sa politique monétaire pendant une grande partie de 2001. La détente ultérieure, essentiellement à partir de novembre, a été limitée par la persistance de tensions inflationnistes. Néanmoins, l'ample dépréciation du real (environ 23 % en termes effectifs réels entre fin 2000 et octobre 2001) a soutenu l'expansion des exportations. De son côté, le Venezuela a resserré ses conditions monétaires pour défendre sa monnaie, avant de la laisser flotter début 2002. Dans ce pays, l'inflation est cependant restée élevée, de sorte que la dépréciation nominale substantielle qui a suivi n'a amélioré en rien la compétitivité.

... mais réduction  
des taux au Chili  
et au Mexique

Le Chili et le Mexique ont pu agir sur les conditions monétaires pour stimuler la demande. Au Chili, où la hausse des prix est modérée et la situation extérieure et budgétaire saine, la banque centrale a pu abaisser les taux d'intérêt, sauf, au second semestre 2001, lorsque le peso a été soumis à des pressions temporaires. Au Mexique, divers éléments ont contribué à la baisse des taux d'intérêt : réaménagement des portefeuilles des investisseurs étrangers au profit d'actifs mexicains, forte appréciation correspondante du cours de change et diminution de l'inflation. Cependant, avec l'accélération des hausses de salaires début 2002, le pays a ensuite opté pour davantage de prudence. Au moment de l'élaboration du présent Rapport, nonobstant la dépréciation d'avril 2002, le cours de change effectif réel du peso reste supérieur de 20 % à son niveau d'avant la crise de 1994. Cette résistance pourrait limiter la capacité, pour le secteur exportateur, de profiter de la reprise mondiale amorcée. En fait, cette appréciation du peso a déjà provoqué la fermeture de quelques entreprises tournées vers l'exportation, la relocalisation de plusieurs sociétés à l'étranger et l'éviction des produits locaux par des importations à bon marché sur certains secteurs des biens intermédiaires.

#### *Léger assouplissement ailleurs*

Appréciation du  
change en Europe  
centrale

En Europe centrale et orientale, le tassement de la demande extérieure a coïncidé avec d'abondants afflux de capitaux et une appréciation régulière de la monnaie. Les banques centrales ont donc été amenées à réduire les taux d'intérêt et à intervenir occasionnellement sur les marchés des changes. Les contraintes budgétaires et les risques d'inflation ont toutefois imposé une limite à l'assouplissement en Pologne et en Hongrie. En République tchèque, le raffermissement de la couronne ainsi que la conjonction d'importants gains

de productivité et d'une hausse modérée des salaires ont permis à la banque centrale de ramener les taux d'intérêt à un très bas niveau.

En Afrique du Sud, les autorités ont fait face à un environnement plus contraignant au quatrième trimestre 2001, la dépréciation exceptionnelle du change ayant ravivé les anticipations d'inflation. Comme la hausse des prix a systématiquement dépassé l'objectif pour fin 2002, la banque centrale a récemment inversé une bonne partie de l'assouplissement opéré en 2001. Bien que le rand se soit redressé depuis, son plongeon de l'an dernier a amélioré la compétitivité extérieure du pays et les exportations ont sensiblement contribué à la croissance.

Contraintes pour la politique monétaire en Afrique du Sud

#### *Efficacité de la politique monétaire pour la stimulation de la croissance*

Dans quelle mesure la politique monétaire a-t-elle pu stimuler la demande dans les économies émergentes ? L'incidence de la réduction des taux directeurs sur les taux longs permet de l'évaluer. L'action incitative des banques centrales en réponse aux chocs économiques peut également influencer sur la confiance des consommateurs et sur le climat des affaires, mais cet effet est plus difficile à mesurer.

Effets bénéfiques de la détente monétaire

Les taux des obligations à long terme ont diminué, l'an dernier, dans les économies émergentes, notamment au second semestre, marqué par un assouplissement notable de la politique monétaire (tableau III.7) ; ils sont même tombés à leur plus bas niveau depuis la crise en Asie. Comme dans les pays industrialisés (chapitre II), la baisse des taux a favorisé une reprise du secteur du logement dans plusieurs économies émergentes et a pu faciliter la restructuration des entreprises. Il n'est toutefois pas certain que la chute des taux longs soit due exclusivement à la détente monétaire. En Inde, par exemple, elle a résulté en grande partie d'une « recherche de la qualité » par les banques et institutions financières, qui s'est traduite par

Baisse des taux longs dans la plupart des pays ...

Taux d'intérêt à long terme <sup>1</sup>					
	Fin 1998	Fin 1999	Fin 2000	Juin 2001	Fin 2001
Corée	8,30	9,85	8,12	7,24	6,79
Hong-Kong RASS	6,36	7,74	6,46	6,37	6,22
Inde	12,22	11,24	10,94	9,45	7,92
Malaysia	6,81	6,36	5,49	4,20	3,76
Philippines	18,36	15,61	18,20	15,39	15,75
Singapour	4,48	4,56	4,09	3,64	3,97
Taiwan, Chine	5,12	6,03	5,13	3,84	3,81
Thaïlande	7,26	6,40	5,09	6,34	3,40
Chili	7,19	7,19	6,21	5,87	5,63
Mexique	7,50	6,68	6,70	6,05	6,00
Hongrie	12,88	9,82	8,80	8,20	7,71
Pologne	...	10,41	13,19	13,18	9,56
République tchèque	13,94	10,19	8,09	7,16	7,06
Afrique du Sud	15,85	13,67	12,72	10,88	11,53

<sup>1</sup> Taux à 10 ans (ou pour l'échéance la plus proche) ; en %.  
Sources : Bloomberg ; données nationales.

Tableau III.7

une vive progression des placements en titres d'État, dont les cotations ont monté.

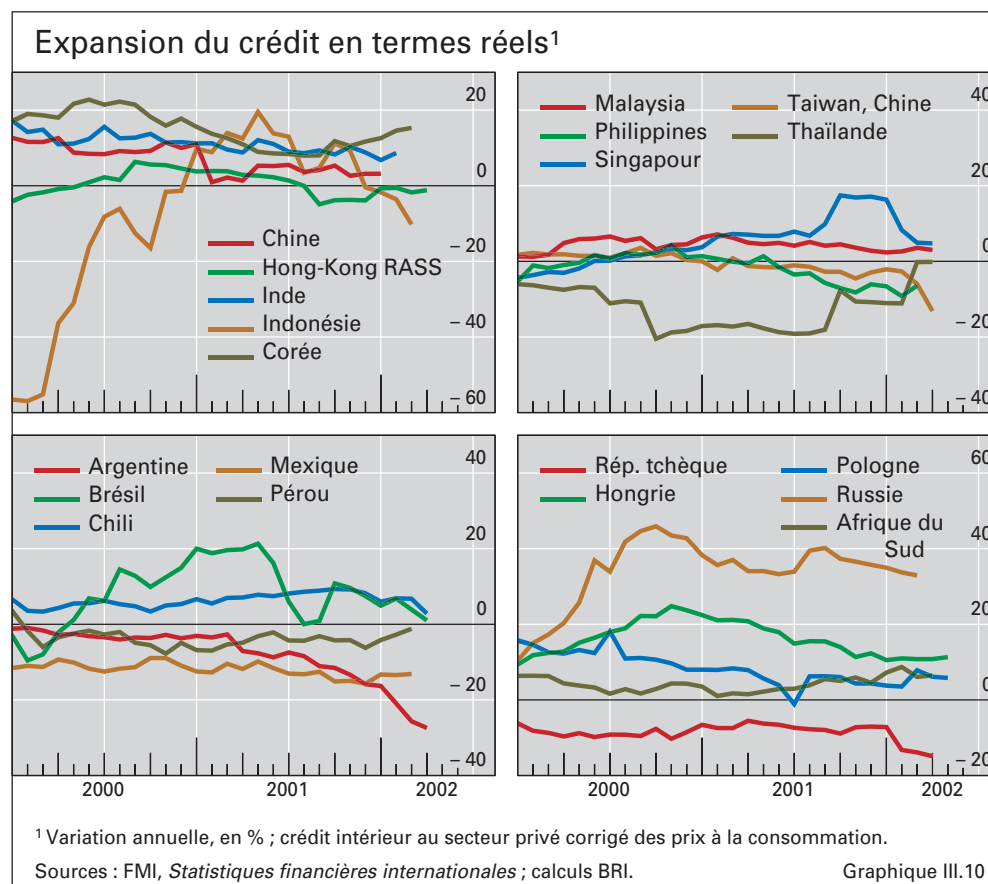
... mais le crédit aux entreprises reste déprimé

Dans la plupart des pays, cependant, la baisse des taux d'intérêt n'a pas favorisé les concours bancaires. Bien au contraire, dans plusieurs économies d'Asie, l'expansion du crédit a été négative, en termes réels, alors même que l'assouplissement monétaire a été très marqué dans cette région (graphique III.10). La lenteur de la restructuration des banques et l'ampleur des prêts improductifs ont sans doute limité l'offre. Cela étant, cette faiblesse du crédit semble également due au manque d'emprunteurs solvables ainsi qu'à une volonté délibérée des entreprises de réduire leur endettement.

Les concours aux particuliers ont augmenté ...

Compte tenu de la faible demande des entreprises, le desserrement des conditions monétaires a encouragé les banques à développer les concours aux particuliers. Les prêts hypothécaires et crédits à la consommation ont enregistré une progression de 70 % en Chine en 2001, à partir d'un niveau très bas, il est vrai. Les banques coréennes se sont résolument engagées en assouplissant les conditions des prêts hypothécaires ; les ménages ont ainsi rapidement accru leur endettement, qui a atteint un niveau élevé. En Inde, la concurrence entre établissements est telle que, selon des informations de marché, des prêts hypothécaires ont été consentis à des conditions inférieures au taux débiteur privilégié. À Hong-Kong, l'essor de cette catégorie de prêts a partiellement compensé la baisse du crédit aux entreprises.

Dans de nombreux pays asiatiques, les autorités ont pris des mesures spéciales pour inciter les banques à prêter. L'autorité monétaire de Hong-Kong



a provisoirement levé l'obligation de proportionnalité par rapport à la valeur du bien pour le refinancement des prêts hypothécaires au logement. La Banque de Corée a accordé des lignes de crédit d'ajustement aux banques rencontrant des problèmes temporaires de liquidité liés à leur restructuration. Aux Philippines, la banque centrale a abaissé la rémunération des dépôts au jour le jour, afin d'encourager les établissements à réduire leur excédent de liquidités et à accroître leurs prêts aux entreprises. En Thaïlande, l'institut d'émission a assoupli ses normes de provisionnement et de classification des prêts.

... et les banques ont été incitées à prêter davantage

En Amérique latine, la récente contraction du crédit peut être attribuée à des facteurs conjoncturels et structurels. La capacité de prêt des banques a sérieusement souffert l'an dernier, en Argentine, de la crise financière et, au Pérou, de la réduction rapide des dépôts. Le coup de frein brutal au Brésil peut être essentiellement attribué aux incertitudes croissantes sur les marchés financiers, par suite de la crise en Argentine, et à la réticence des emprunteurs et prêteurs à encourir des risques de défaillance accrus. Au Mexique, la diminution du crédit a découlé de la désintermédiation financière et d'un recours accru des entreprises aux financements étrangers. Sauf au Mexique, la baisse des apports de capitaux étrangers sous forme d'achats d'actions et de flux bancaires a accentué la décélération du crédit intérieur.

Forte contraction du crédit en Amérique latine

#### *Rôle de la politique budgétaire*

Face au ralentissement économique, nombre d'économies émergentes ont adopté des programmes de relance budgétaire en 2001. D'autres, cependant, ont dû réduire leurs dépenses publiques en raison de l'incidence du tassement de l'activité sur leurs recettes ou du renchérissement du service de la dette.

Dans la plupart des économies d'Asie, la politique budgétaire a été accommodante ou expansionniste. Les plans de relance ont bien entretenu la demande intérieure à Hong-Kong, à Singapour et en Thaïlande. Ailleurs, les réformes fiscales ou l'accumulation d'excédents dans les fonds de pension masquent des mesures de soutien de la dépense ou une orientation très accommodante. En Chine, l'amélioration de la collecte des impôts a atténué l'incidence budgétaire de l'augmentation des dépenses au titre des infrastructures et des traitements des fonctionnaires. Avec un déficit dépassant 5 % du PIB, la Malaisie a conservé une politique très incitative ; en outre, les répercussions du programme de dépenses ont été soit occultées par une réforme fiscale, soit différées à 2002. L'excédent budgétaire de la Corée s'est accru, mais grâce surtout à un gonflement des surplus au sein des fonds de sécurité sociale ; abstraction faite de ce facteur, les finances publiques ont notablement renforcé la demande intérieure.

Déficits budgétaires encore importants en Asie ...

La marge de manœuvre budgétaire a été bien plus restreinte en Inde, où le déficit de l'administration centrale, supérieur à 5½ % du PIB, a largement dépassé l'objectif ; compte tenu, par ailleurs, de l'ampleur persistante des déficits des différents États de l'Union, les craintes d'un dérapage budgétaire et de ses conséquences pour les taux d'intérêt réels sont réapparues. Un déséquilibre relativement important du budget

... mais marge de manœuvre pour une relance budgétaire limitée en Inde

structurel a également limité les possibilités d'expansion budgétaire en Indonésie et aux Philippines.

Efficacité des  
mesures de relance

Une relance budgétaire temporaire peut avoir un impact significatif sur la demande, surtout lorsqu'elle s'accompagne d'un assouplissement de la politique monétaire. Toutefois, l'adoption de mesures (côté recettes ou dépenses) modifiant implicitement l'orientation à moyen terme peut en réduire l'efficacité en faisant monter les taux d'intérêt internes et les primes de risque sur obligations. Ces préoccupations ont limité la mise en place d'un budget anticyclique dans quelques pays asiatiques. Le ratio dette publique/PIB a atteint un niveau élevé dans plusieurs économies (tableau III.8). Compte tenu du coût budgétaire effectif et potentiel des restructurations bancaires, la dette de certains pays d'Asie serait, en fait, nettement supérieure aux chiffres

Solde budgétaire et dette publique								
	Solde global			Solde primaire			Dette publique	
	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1996	2001
	en % du PIB							
Asie <sup>1</sup>	-1,0	-1,3	-2,9	-1,5	-0,5	-0,3	28,6	51,8
Chine	-2,1	-2,8	-2,7	...	...	...	7,3	16,3
Hong-Kong RASS	0,8	-0,6	-5,0	.	.	.	.	.
Inde	-5,4	-5,7	-5,7	-0,7	-0,9	-1,1	49,4	58,1
Corée	-2,7	1,1	1,5	-1,5	2,6	2,7	8,8	20,8
Singapour	10,3	11,4	-0,3	.	.	.	.	.
Taiwan, Chine	1,0	-0,6	-0,7	-0,5	-2,5	-2,6	22,7	31,7
Indonésie	-1,6	-3,2	-3,7	2,2	2,5	1,7	27,3	106,9 <sup>2</sup>
Malaysia	-3,2	-5,8	-5,5	-0,5	-3,1	-2,6	35,3	43,8
Philippines	-3,8	-4,1	-4,0	-0,2	0,2	0,8	61,3	79,1
Thaïlande	-3,3	-2,2	-2,4	-9,4	-1,8	-1,1	16,3	57,5
Amérique latine <sup>1</sup>	-3,4	-2,5	-3,0	0,0	0,6	0,1	29,3	35,3
Argentine	-2,9	-2,7	-3,3	0,0	1,1	0,5	35,2	52,6
Brésil	-6,9	-3,2	-3,7	2,3	1,9	1,9	33,3	53,3
Colombie	-6,0	-6,1	-6,0	-2,5	-2,2	-1,9	14,4	43,4
Chili	-1,5	0,1	-0,3	-1,1	0,6	0,2	16,7	15,6
Mexique	-1,1	-1,1	-0,7	2,5	2,6	2,6	26,6	20,4
Pérou	-3,1	-2,7	-2,8	-1,0	-0,5	-0,6	45,2	35,9 <sup>2</sup>
Venezuela	-2,6	-1,7	-4,0	0,1	0,8	-1,1	33,8	25,7
Europe centrale <sup>1</sup>	-2,6	-2,9	-3,9	-1,2	0,5	-0,9	43,2	36,1
Hongrie	-3,0	-2,8	-2,8	-3,0	3,3	2,1	71,5	53,2
Pologne	-2,0	-2,2	-4,5	1,0	0,4	-1,6	47,8	39,0 <sup>2</sup>
République tchèque	-2,9	-3,5	-4,5	-1,8	-2,3	-3,3	10,3	16,1 <sup>2</sup>
Russie	-1,2	2,5	3,0	1,9	4,7	5,3	48,1	64,0 <sup>2</sup>
Afrique du Sud	-2,3	-1,5	-1,9	2,9	3,5	2,8	45,2	42,8

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

<sup>1</sup> Moyenne simple des pays cités. <sup>2</sup> 2000.

Sources : FMI ; IIF ; données nationales ; estimations BRI.

Tableau III.8

communiqués. La baisse des taux d'intérêt nominaux, l'an dernier, a permis, en allégeant le service de la dette, de contenir la détérioration effective des finances publiques. Mais, en cas de durcissement monétaire, cet allègement prendrait fin.

En Amérique latine, plusieurs pays dépendant de financements extérieurs ont dû réduire leurs dépenses publiques pour compenser une diminution des recettes et un renchérissement du service de la dette. Dans certains cas, la prépondérance des taxes sur les matières premières dans les rentrées fiscales a accentué l'insuffisance des recettes et la nécessité de comprimer les dépenses. Dans d'autres, les autorités n'ont pas laissé agir les stabilisateurs automatiques, par crainte de passer pour peu rigoureuses aux yeux des investisseurs. Le Mexique, par exemple, a freiné ses dépenses face à la baisse brutale de ses recettes pétrolières et fiscales, pour maintenir le déficit budgétaire dans la limite de 1 % du PIB. De même, le Brésil a fait en sorte que l'excédent primaire du secteur public consolidé dépasse l'objectif fixé (3,7 % du PIB, au lieu de 3,3 % fin 2001) et que le déficit budgétaire global reste inférieur à 4 % du PIB. Seul le Chili, dont la dette publique est faible et qui s'attache à préserver son excédent structurel, a pu assouplir sa politique.

La politique budgétaire a été expansionniste en Pologne, où le déficit de l'administration centrale a atteint 4½ % du PIB, sous l'effet d'une contraction des recettes et d'une augmentation des dépenses plus forte que prévu. Pour contenir ce déséquilibre, le budget 2002 a adopté une position neutre vis-à-vis de la conjoncture. En Hongrie, le déficit des finances publiques est resté inchangé, mais les dépenses hors budget se sont fortement accrues. Un plan de relance a largement stimulé la demande en République tchèque également. En Russie, l'excédent a été porté à 3 % du PIB, grâce à une modération des dépenses et à des réformes fiscales, à travers notamment une baisse de la fiscalité des entreprises et la création d'un impôt unique sur l'utilisation des ressources naturelles.

Resserrement de la politique budgétaire en Amérique latine ...

... sauf au Chili

Assouplissement budgétaire notable en Europe

## Crises en Turquie et en Argentine

La Turquie et l'Argentine ont emprunté massivement sur le marché international ces dernières années : leur dette extérieure combinée s'élevait à \$264 milliards fin 2001, contre \$193 milliards en 1996. Les crises dans ces deux pays pouvaient donc avoir de vastes répercussions sur le financement des économies émergentes. Pourtant, elles ont été perçues mondialement comme des phénomènes essentiellement internes et l'effet de contagion a été jusqu'à présent limité (chapitre V). Cependant, les investissements des banques internationales dans les économies émergentes pourraient encore souffrir de la crise argentine, étant donné les pertes subies par les banques à capitaux étrangers.

Origine essentiellement interne des crises en Turquie et en Argentine

### *Turquie*

Dans les années 90, l'économie turque a connu une croissance assez soutenue mais instable, avec d'importants déficits publics, une forte inflation et des crises périodiques des paiements courants. Grâce à son ouverture, au

Malgré une forte croissance, les problèmes se sont accumulés durant les années 90

dynamisme de son secteur privé et au niveau élevé du taux d'épargne des ménages, l'économie s'est généralement vite rétablie de ces crises. Au fil du temps, cependant, les entrées de capitaux ont été de plus en plus acheminées par le système bancaire vers le secteur public et la part de la dette publique détenue par les banques nationales s'est accrue.

La crise bancaire a déclenché la crise des changes

Avec l'importante augmentation des déficits du budget et des paiements courants en 2000 ainsi que le gonflement (à 130 % des réserves de change) de la dette extérieure à court terme, les taux d'intérêt sont devenus très instables. La valeur de marché des titres d'État détenus par les banques s'est mise, elle aussi, à fluctuer fortement. Comme les fonds propres des banques ne permettaient pas d'absorber des variations d'une telle ampleur, l'idée que le gouvernement serait peut-être contraint de les renflouer a accentué les tensions sur le cours de change, maintenu à l'intérieur d'une étroite fourchette dans le cadre d'un système à parité glissante. En février 2001, un conflit politique à propos de la lutte contre la corruption dans le secteur bancaire a ébranlé la confiance des investisseurs, si bien que les autorités ont dû laisser flotter la monnaie. Celle-ci a immédiatement subi une baisse de 45 % vis-à-vis du dollar, très rapidement répercutée sur les prix à la consommation.

Le programme de stabilisation n'a pas rétabli la confiance

L'annonce d'un vaste train de mesures en avril 2001 n'a pu rétablir la confiance, bien que l'évolution budgétaire et monétaire soit conforme aux objectifs. La cherté persistante des taux d'intérêt internes (jusqu'à 40 % en termes réels) ne traduisait pas seulement un manque de confiance ; elle constituait aussi le principal obstacle à la viabilité de la politique budgétaire. La détérioration de la situation économique mondiale n'a fait qu'aggraver les choses. Quelques tendances positives ont néanmoins commencé à apparaître : les exportations se sont redressées et la balance des paiements courants est devenue excédentaire ; les grandes banques d'État ont été recapitalisées puis proposées à la privatisation ; treize banques de taille moyenne ont été vendues ou fermées.

Des problèmes de viabilité de la dette sont apparus après le 11 septembre ...

Après les événements du 11 septembre, la livre a subi de nouvelles pressions et les taux d'intérêt ont repris leur ascension. Comme l'encours de l'endettement intérieur est, pour près de 80 %, indexé sur les taux courts ou le change et qu'une augmentation des remboursements des emprunts publics était prévue en 2002, la viabilité de la dette a suscité de grandes inquiétudes. Les perspectives médiocres pour les privatisations et l'IDE ont amplifié les difficultés d'accès aux marchés financiers internationaux. Les autorités ont cependant maintenu une politique budgétaire très rigoureuse et fait progresser les réformes du secteur public. Ces mesures ont rendu plus vraisemblable un nouveau financement extérieur auprès du FMI et redonné confiance aux marchés. À la mi-avril 2002, la livre s'était appréciée de 30 % par rapport à son creux de la mi-octobre et le taux d'intérêt de l'obligation de référence avait fléchi de plus de 20 points de pourcentage. Les tensions inflationnistes, encore très fortes, étaient du moins en recul. La décrue des taux internes et l'appréciation de la monnaie ont commencé, elles aussi, à améliorer la dynamique de la dette. La Turquie a ainsi pu revenir sur les marchés internationaux au premier trimestre 2002, plaçant environ \$1½ milliard

... mais la politique de rigueur a aidé à améliorer le sentiment sur les marchés

d'emprunts d'État assortis d'une prime en baisse, variant entre 550 et 700 points de base.

Malgré ces tendances positives, la production industrielle et la demande intérieure sont restées atones au premier trimestre 2002, tandis que les difficultés financières des entreprises persistaient. Les incertitudes entourant le rythme de la recapitalisation des banques privées, élément clé du redémarrage des crédits bancaires au secteur privé, ainsi que la hausse rapide du cours de change réel ont constitué des menaces supplémentaires pour la reprise.

Pourtant, la reprise se fait attendre

En résumé, la crise turque a eu, de toute évidence, une origine interne. Les réactions des autorités et la façon dont la crise a évolué jusqu'ici confirment certaines leçons du récent épisode asiatique – en particulier la nécessité de décisions rapides sur les restructurations bancaires, le besoin d'un ajustement vigoureux dans la sphère réelle (qui recouvre en Turquie de grandes entreprises d'État) et l'importance d'un engagement à honorer la dette du secteur public. Dans le même temps, l'expérience de ce pays montre à quel point il est difficile de rétablir la confiance et de faire redémarrer la croissance dans un contexte marqué par un secteur bancaire fragile, des déficits budgétaires tenaces et un environnement mondial déprimé.

### *Argentine*

L'Argentine a entamé 2001 avec une économie déjà enlisée dans une récession prolongée. La faiblesse des prix des matières premières à la fin des années 90 et la hausse du change réel résultant de la dévaluation de la monnaie brésilienne en 1999 ainsi que de l'appréciation continue du dollar EU avaient réduit la rentabilité des secteurs soumis à la concurrence et freiné l'investissement. Comme le change nominal était fixe, le cours réel ne pouvait s'ajuster que par une diminution des coûts unitaires de main-d'œuvre, ce qu'empêchait la rigidité relativement forte du marché du travail.

Compétitivité érodée par des chocs extérieurs et des salaires rigides

En avril 2001, les autorités ont voulu stimuler la croissance tout en limitant le déficit budgétaire. Pour développer l'investissement des sociétés, elles ont accru la liquidité du système bancaire et modifié les droits de douane, à la baisse pour les biens d'équipement et à la hausse pour les produits de consommation. Sur le plan budgétaire, elles ont institué une taxe sur les opérations financières afin d'augmenter les recettes. Ces mesures n'ont cependant pas permis d'éviter la détérioration de la conjoncture. Un manque de clarté dans leur mise en œuvre et des conflits entre les principaux responsables ont sapé la confiance des marchés, ce qui a poussé les primes de risque sur obligations à plus de 1 000 points de base. Les investisseurs s'interrogeaient notamment sur la portée de l'ajustement budgétaire, étant donné que les provinces n'étaient pas tenues de comprimer leurs dépenses. En outre, l'assouplissement du dispositif des réserves obligatoires des banques commerciales (les autorisant à déposer moins de réserves à l'étranger et à s'acquitter de leur obligation en remettant des titres d'État), qui visait pourtant à augmenter la liquidité, a miné, en fait, la crédibilité du régime de caisse d'émission et réduit la capacité des banques à attirer de l'argent frais de l'étranger.

Échec du plan de relance début 2001



Tandis que des problèmes de liquidité accumulent les menaces ...

En juin 2001, les autorités, confrontées elles-mêmes à une situation de liquidité délicate, procédaient à l'échange de quelque \$30 milliards de dette extérieure arrivant à échéance contre des obligations à moyen ou long terme. Très onéreuse (les nouveaux titres étaient, pour certains, assortis de taux proches de 16 %), cette opération a sensiblement alourdi la charge future de l'endettement. C'est la raison pour laquelle les autorités annonçaient, fin juillet, un programme « déficit zéro », imposant à tous les échelons de l'administration publique de limiter leurs dépenses, pour le reste de l'année, au montant des recettes effectivement collectées. Mais, comme l'activité et les rentrées fiscales continuaient de diminuer, les ménages ont commencé à retirer leurs dépôts bancaires en juillet et en août. Les réserves de change ont alors chuté et les marchés se sont mis à envisager des scénarios plus désordonnés de sortie de crise.

... et que de nouvelles mesures restent une fois de plus sans effet ...

Le tarissement des flux de capitaux privés vers les marchés émergents à la suite des événements du 11 septembre a amené le gouvernement à chercher un nouveau répit en réaménageant la dette publique interne détenue par les banques, caisses de retraite et administrations provinciales (quelque \$41 milliards). Toutefois, compte tenu des difficultés de la restructuration à venir de la dette extérieure, du ralentissement de l'activité et de la contraction rapide des recettes fiscales, les primes sur obligations ont dépassé 3 000 points de base fin novembre. L'aggravation de la fuite des dépôts a conduit le gouvernement à restreindre les retraits comme les virements à l'étranger. Fin décembre, il a également suspendu les paiements au titre de la dette extérieure. Début janvier 2002, il abandonnait le régime de caisse d'émission et annonçait l'instauration d'un double marché des changes, puis d'un régime de flottement. Aucun effort, cependant, n'était fait pour établir un ancrage intérieur visant à contenir l'inflation et les mouvements de change. En pratique, du fait des contrôles stricts sur les virements bancaires, la monnaie devenait quasiment non convertible. En outre, tous les dépôts et engagements en dollars du système bancaire ont été convertis en pesos, mais à des cours différents et sans rapport avec le marché.

... la crise éclate avec une violence sans précédent

Ces changements d'orientation ont fait peser de lourdes charges sur les banques argentines et leur clientèle, enfonçant le système bancaire et l'économie tout entière plus profondément dans la crise. La prime sur obligations argentines oscille autour de 4 000 points de base depuis fin décembre. Lorsque le peso a été mis en flottement, il a perdu plus de 70 % à l'égard du dollar. Des projections récentes indiquent que l'inflation pourrait dépasser 50 % en 2002, après trois ans de déflation. Le PIB réel s'est contracté de 4½ % en 2001 et les prévisions actuelles font état d'une production en recul de 10–15 % en 2002. Le déficit des paiements courants a, certes, diminué l'an dernier, sous l'effet d'une vigoureuse compression des importations, mais le déficit budgétaire s'est creusé, malgré les réductions de dépenses. Le budget 2002 confirme la baisse, annoncée l'an passé, des salaires et retraites dans le secteur public et n'augmente les dépenses qu'au titre de l'aide d'urgence aux pauvres ; il table sur un déficit de quelque 1 % du PIB.

Compte tenu des bons résultats économiques de l'Argentine et de sa résistance aux chocs de 1991 à 1997 ainsi que de la solidité de son système

bancaire à capitaux principalement étrangers, la gravité de la situation a surpris. Les raisons de cette dégradation méritent certainement d'être approfondies. Plusieurs faiblesses fondamentales de l'économie argentine étaient bien connues depuis un certain temps.

Pourquoi les choses ont-elles mal tourné ?

Premièrement, l'économie argentine est à la fois très fermée et lourdement endettée. Les exportations de marchandises n'atteignaient que 10 % du PIB en 2001, contre 55 % au total pour la dette extérieure. La dette publique détenue dans le pays, en bonne partie libellée en dollars, représentait, en outre, 26 % du PIB. Étant donné l'importance des charges correspondantes et la faiblesse des recettes des ventes à l'étranger, le poids du service de la dette extérieure correspondait à 83 % des revenus au titre des transactions courantes en 2001. La dette extérieure se situait globalement à quelque 400 % des exportations de biens et services, niveau exceptionnel indiquant un risque substantiel de difficultés de financement extérieur. De surcroît, le ratio dette extérieure à court terme/réserves de change était très élevé, de l'ordre de 115 % à fin 2000. Même si ces indicateurs de l'endettement n'ont jamais été spécialement favorables à l'Argentine, ils s'étaient tous nettement dégradés depuis la deuxième moitié de la décennie. C'est ainsi que la dette extérieure totale a progressé de 15 % du PIB entre 1996 et 2001 : la charge globale du service de la dette a pratiquement doublé, en pourcentage des exportations de biens et services ; quant à la dette de l'administration centrale, elle est passée de 35 % du PIB en 1996 à 53 %.

Une économie fermée lourdement endettée ...

Deuxièmement, les secteurs privé et public affichaient d'importantes exigibilités internes en dollars EU, mais peu d'actifs produisant en regard des revenus dans la même monnaie. Cette asymétrie était masquée par un régime de convertibilité : peso et dollar semblaient équivalents. Or, l'économie argentine était extrêmement vulnérable en cas d'interruption des financements extérieurs, et surtout de dépréciation du change.

... et une asymétrie de monnaies ...

Dès que les financements extérieurs se sont taris (sources privées au troisième trimestre 2001 et officielles au quatrième), les anticipations de forte dévaluation ont entraîné une révision rapide des engagements financiers et budgétaires du gouvernement. Le risque de défaillance sur la dette publique est alors apparu. Cette préoccupation, à son tour, a suscité des doutes au sujet de la qualité des bilans des sociétés et, par-là, la crainte de nouvelles charges pour le budget. La qualité des actifs bancaires s'est également détériorée : l'approfondissement de la récession a affecté les créances sur le secteur privé et les banques se sont trouvées exposées par le biais de leurs portefeuilles de titres d'État. La banque centrale a eu beau essayer de contenir la fuite des dépôts (en apportant des liquidités aux établissements victimes des retraits et en relevant les coefficients de réserves obligatoires pour ceux, principalement à capitaux étrangers, qui les recevaient), son action a été, à l'évidence, limitée par le mécanisme de caisse d'émission.

... ont rendu l'Argentine extrêmement dépendante des financements extérieurs

Après le déclenchement de la crise, l'annonce de certaines mesures par les autorités et leur modification dans les jours suivants ont amplifié le climat d'incertitude. Un exemple concerne la conversion en pesos des prêts libellés en dollars, à la parité, et celle des dépôts, à un cours de 1,4 peso pour un dollar (le marché cotait environ deux pesos pour un dollar à l'époque, et

La modification des contrats bancaires a aggravé la crise ...

plus de trois en mai 2002). Ces actions asymétriques ont créé des problèmes auxquels les banques et leur clientèle n'étaient absolument pas préparées. Les banques privées étaient en majorité viables dans le précédent régime de convertibilité ; selon la qualité de crédit de leur clientèle, un certain nombre auraient même pu le rester après la défaillance du gouvernement et la dévaluation. Malheureusement, ces actions étaient de nature à leur faire subir des pertes supérieures au capital détenu par leurs actionnaires.

... tandis que le gel des dépôts pesait sur l'activité économique ...

Autre mesure très dommageable, le gel des dépôts. Même s'il a été fréquemment institué à titre provisoire pour endiguer les retraits bancaires massifs lors de crises antérieures en Argentine et ailleurs, il a pris cette fois une ampleur et une durée telles – certains dépôts ne seront sans doute pas débloqués avant janvier 2005 – qu'il a pratiquement paralysé le système de paiement du pays. Comme tout un pan de l'économie, notamment dans les services, relève du secteur informel et repose sur l'échange d'espèces, il a lourdement pesé sur l'activité. Même s'il est difficile de dissocier son impact des autres aspects de la crise bancaire, il ne fait aucun doute que le gel des dépôts a amplifié la détérioration globale de la confiance dans le système bancaire et les politiques économiques en général. Ce gel peut, à plus long terme, entraîner de nouveaux transferts vers les banques à l'étranger, renchérir le crédit ainsi que les services bancaires et limiter les possibilités d'intermédiation.

... et que de nouvelles lois sapèrent un peu plus la confiance

Des effets dévastateurs ont été exercés par les modifications de la loi sur la faillite, restreignant gravement les droits des créanciers, et par les incertitudes entourant l'application de la loi sur la « subversion économique », qui expose banquiers et responsables d'entreprises à des poursuites pour erreurs ou négligences dans l'exercice de leurs fonctions. Même si les dispositions controversées de ces deux lois ont été amendées en mai 2002, les interrogations qu'elles suscitaient avaient déjà fortement entamé la confiance des investisseurs et des hommes d'affaires dans l'application des droits fondamentaux.

### *Répercussions de la crise argentine sur les activités des banques internationales*

L'expérience de l'Argentine pourrait rendre les banques étrangères ...

Ces dix dernières années, la participation des banques étrangères est apparue essentielle au développement du système bancaire dans les économies émergentes. Les établissements à capitaux étrangers y ont souvent pris une place de premier plan, notamment en Argentine, où ils représentaient plus de la moitié des avoirs et engagements du système bancaire. Grâce à cela, mais aussi à la rigueur de son régime de contrôle, le système bancaire argentin passait pour l'un des plus solides d'Amérique latine. Toutefois, la défaillance sur la dette publique, la forte dévaluation du peso et les incertitudes entourant la validité et la nature des contrats de dépôt et de prêt ainsi que les droits des créanciers l'ont rapidement conduit au seuil de l'effondrement. Ce constat soulève des questions concernant l'activité future des banques à capitaux étrangers dans les économies émergentes.

Le découplage observé entre les autres pays d'Amérique latine et l'Argentine ainsi que l'absence de tout signe de contagion sur les dépôts dans

les autres économies émergentes semblent accréditer l'idée que les marchés ont jusqu'ici perçu l'Argentine comme un cas à part. Néanmoins, les banques internationales pourraient finir par envisager de nouvelles implantations avec davantage de prudence dans les cas où l'organisation politique, juridique et judiciaire apparaît peu fiable. Plus généralement, elles pourraient durcir leurs critères pour les prêts qu'elles accordent aux gouvernements et au secteur public des économies émergentes par l'intermédiaire de leurs filiales locales.

... plus sensibles aux régimes juridiques et judiciaires ...

La crise argentine pourrait avoir un autre effet à long terme : les banques tirant une part importante de leurs bénéfices de leurs activités dans une économie (ou région) émergente particulière chercheront à diversifier leurs investissements. Dans l'hypothèse où les autorités locales seraient réticentes à renflouer une grande filiale de banque étrangère, ou ne disposeraient pas des ressources pour le faire, elles pourraient alors exercer des pressions sur la maison mère pour qu'elle injecte de l'argent frais afin de recapitaliser sa filiale. Les banques étrangères risquent alors d'être dissuadées d'occuper une position dominante car, dans une telle situation, un refus de leur part apparaîtrait extrêmement préjudiciable au pays concerné.

... plus enclines à diversifier leurs activités ...

En outre, les banques étrangères pourraient être moins disposées à mener des activités en dollars dans certaines économies émergentes. Depuis le milieu des années 90, elles ont implanté des filiales dans de nombreux marchés émergents, notamment pour limiter leur exposition transfrontière et éviter l'asymétrie de monnaie découlant de l'octroi de crédits en devises à partir de leur pays d'origine. Toutefois, l'expérience de l'Argentine indique que, lorsque la clientèle possède des dépôts en devises, mais peu d'autres actifs (par exemple, recettes d'exportations) rémunérés en dollars, les dévaluations risquent de pénaliser tout aussi durement les banques. Les établissements à capitaux étrangers pourraient donc adopter une tarification plus prudente de leurs prêts en devises ou se restreindre à des opérations en monnaie locale.

... et plus réticentes à consentir des prêts en devises

Une préoccupation plus générale pour les économies émergentes est que les entrées d'IDE puissent se ressentir des pertes importantes auxquelles sont exposées les sociétés étrangères ayant investi massivement en Argentine. De surcroît, étant donné l'ampleur de celles subies par de petits investisseurs d'Europe continentale, qui détenaient un montant d'obligations de l'État argentin estimé à \$20 milliards, les économies émergentes pourraient éprouver davantage de difficultés, à l'avenir, pour placer leurs emprunts auprès de ces agents.

D'autres entrées de capitaux pourraient aussi être touchées