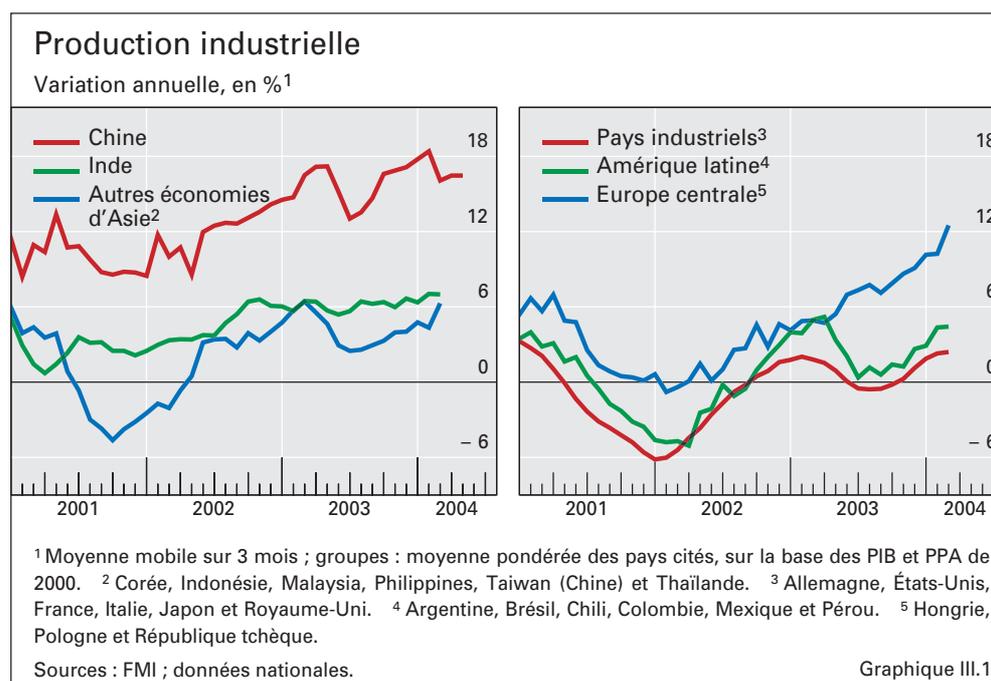


### III. Évolution dans les économies émergentes

#### Faits marquants

L'abondance de liquidité dans le monde, due à la souplesse des conditions monétaires et au goût accru des investisseurs internationaux pour le risque, a renforcé l'activité dans les économies émergentes à partir de mi-2003, tandis que s'estompent les effets négatifs de plusieurs chocs. Un net retournement s'est toutefois produit en avril 2004 : les taux d'intérêt à long terme se sont fortement tendus, les primes de risque se sont élargies et les cours des actions ont chuté.

Durant la phase d'expansion, commencée fin 2001, la Chine est apparue comme un moteur de l'activité mondiale, la croissance de sa production industrielle dépassant constamment celle des autres pays et régions (graphique III.1). Ailleurs en Asie, la croissance est repartie, une fois l'épidémie de SRAS contenue. En Amérique latine, en revanche, les résultats ont été très disparates, malgré le renforcement de la demande émanant des États-Unis, l'envolée des cours des produits de base et l'assouplissement progressif de la politique monétaire. Au premier trimestre 2004, la croissance était encore timide au Brésil, vive au Mexique et soutenue en Argentine. Dans les pays d'Europe centrale et orientale (PECO), la perspective de l'adhésion à l'Union européenne et le dynamisme de la demande mondiale ont notablement stimulé la production industrielle en Hongrie, en Pologne et en République tchèque. Selon les prévisions consensuelles, la croissance s'accélénera



Croissance, inflation et solde des paiements courants									
	PIB réel <sup>1</sup>			Prix à la consommation <sup>1, 2</sup>			Paiements courants <sup>3</sup>		
	Moyenne 1999–2002	2003	2004	Moyenne 1999–2002	2003	2004	Moyenne 1999–2002	2003	2004
Asie <sup>4</sup>	6,2	7,4	7,3	1,8	2,5	3,6	3,5	4,6	2,0
Chine	7,7	9,1	8,6	-0,3	1,2	3,4	2,1	3,3	1,0
Corée	7,6	3,1	5,6	2,5	3,5	3,3	2,9	2,4	2,4
Hong-Kong RAS	4,0	3,1	6,0	-3,1	-2,6	-0,4	5,2	9,4	10,3
Inde	5,1	8,1	6,8	4,3 <sup>5</sup>	5,4 <sup>5</sup>	5,0 <sup>5</sup>	-0,1	0,8	-0,1
Autres <sup>6</sup>	3,5	4,4	5,4	4,8	2,9	3,2	7,7	9,8	5,8
Amérique latine <sup>4, 7</sup>	1,0	1,4	4,2	8,2	7,1	6,8	-2,2	0,6	0,6
Argentine	-4,7	8,7	7,7	9,2	3,7	7,1	-1,7	5,8	3,7
Brésil	2,1	-0,2	3,3	8,8	9,3	6,4	-3,8	0,8	0,3
Mexique	2,7	1,3	3,2	7,4	4,0	4,2	-2,8	-1,4	-1,9
PECO <sup>4, 8</sup>	2,9	3,7	4,5	10,3	4,0	5,0	-5,2	-4,4	-3,9
Russie	6,6	7,3	6,8	36,1	13,7	10,5	12,5	9,0	6,1
Turquie	0,8	5,8	5,0	54,8	25,3	12,4	-1,3	-3,0	-3,1
Afrique	3,3	4,1	4,2	11,5	10,3	8,6	2,9	-0,7	-1,3
Moyen-Orient	4,1	5,4	4,1	8,5	8,6	8,9	2,7	7,3	6,0
<i>Pour mémoire : G 7</i>	<i>2,2</i>	<i>2,2</i>	<i>3,4</i>	<i>1,7</i>	<i>1,8</i>	<i>1,7</i>	<i>-1,4</i>	<i>-1,6</i>	<i>-1,5</i>

2004 : chiffres établis sur la base des prévisions consensuelles de mai et des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI.

<sup>1</sup> Variation annuelle, en %. <sup>2</sup> Amérique latine : chiffres de fin de période. <sup>3</sup> En % du PIB. <sup>4</sup> Moyenne pondérée des économies citées, sur la base des PIB et PPA de 2000. <sup>5</sup> Prix de gros. <sup>6</sup> Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taiwan (Chine) et Thaïlande. <sup>7</sup> Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. <sup>8</sup> Bulgarie, Croatie, Hongrie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Slovaquie et Slovénie.

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

fortement en Amérique latine et restera ferme dans les autres grandes régions en 2004 (tableau III.1).

La croissance a été associée à un renchérissement très marqué et généralisé des produits de base (pétroliers et non pétroliers), en partie sous l'impulsion de la production industrielle en Chine. Même si l'incidence de cette hausse sur les prix finals a été modeste jusqu'à récemment, la menace de déflation s'est estompée dans les économies émergentes. L'inflation est devenue positive en Chine fin 2003, et l'augmentation des prix des matières premières (intrants) comprime les marges ou suscite des tensions inflationnistes dans plusieurs économies d'Asie. Pour tenir l'objectif d'inflation, le Mexique a resserré sa politique monétaire et le Brésil a suspendu pour un temps ses baisses de taux d'intérêt. Le renchérissement des produits de base a aussi contribué à certains excédents des paiements courants et amélioré les termes de l'échange en Afrique.

La conjoncture mondiale a beaucoup influé sur les économies émergentes en 2003. Le retour des capitaux et le net rétrécissement des primes de risque ont bénéficié à certains pays très endettés. Mais ils ont poussé les monnaies à la hausse, surtout en Asie, et de vigoureuses interventions de change ont alimenté, ici ou là, une expansion plus rapide de la masse monétaire et du crédit. Le net renchérissement des produits de base a aussi

exercé des effets majeurs dans plusieurs pays, gonflant les revenus pour certains, mais contribuant à alourdir les coûts de production ou à alimenter l'inflation chez d'autres.

## Reprise des afflux de capitaux

Les afflux de capitaux retrouvent un niveau inégalé depuis 1996

Les entrées nettes de capitaux privés dans les 21 principales économies émergentes sont estimées à quelque \$170 milliards en 2003 (tableau III.2), niveau inégalé depuis le pic de 1996, supérieur à \$200 milliards. Les flux de portefeuille (actions et obligations) et autres (prêts, notamment des banques commerciales) ont nettement dépassé les chiffres de 2002. L'investissement

Flux nets de capitaux privés vers les économies émergentes				
En milliards de dollars EU				
	Moyenne annuelle 1990–2000	2001	2002	2003 <sup>1</sup>
<b>Économies émergentes<sup>2</sup></b>				
Total des flux	111	57	66	171
Investissement direct	76	129	96	76
Investissement de portefeuille <sup>3</sup>	50	-21	-28	29
Autres flux de capitaux privés <sup>4</sup>	-15	-51	-3	66
<i>Pour mémoire : solde courant</i>	-24	45	107	142
<i>  variation des réserves<sup>5</sup></i>	-56	-89	-177	-282
<b>Asie<sup>6</sup></b>				
Total des flux	35	31	41	111
Investissement direct	35	42	47	45
Investissement de portefeuille <sup>3</sup>	12	-12	-18	36
Autres flux de capitaux privés <sup>4</sup>	-12	1	12	30
<i>Pour mémoire : solde courant</i>	14	66	99	123
<i>  variation des réserves<sup>5</sup></i>	-37	-82	-151	-215
<b>Amérique latine<sup>7</sup></b>				
Total des flux	62	36	-3	16
Investissement direct	34	59	34	24
Investissement de portefeuille <sup>3</sup>	30	1	-13	-5
Autres flux de capitaux privés <sup>4</sup>	-2	-24	-24	-3
<i>Pour mémoire : solde courant</i>	-39	-47	-8	9
<i>  variation des réserves<sup>5</sup></i>	-11	3	0	-27
<b>PECO<sup>8</sup></b>				
Total des flux	20	-10	28	43
Investissement direct	12	16	14	6
Investissement de portefeuille <sup>3</sup>	9	-2	4	-2
Autres flux de capitaux privés <sup>4</sup>	-1	-24	10	39
<i>Pour mémoire : solde courant</i>	-2	27	16	12
<i>  variation des réserves<sup>5</sup></i>	-12	-7	-23	-33

<sup>1</sup> Estimations sur la base des chiffres nationaux des balances des paiements et des données de l'IIF. <sup>2</sup> Total des économies citées dans les notes (Asie, Amérique latine et PECO) plus Afrique du Sud. <sup>3</sup> Actifs et passifs sous forme de titres de dette et actions. <sup>4</sup> Y compris flux nets acheminés par les banques commerciales et autres agents du secteur privé (hors instruments dérivés). <sup>5</sup> Un chiffre négatif indique une augmentation. <sup>6</sup> Chine, Corée, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Taiwan (Chine) et Thaïlande. <sup>7</sup> Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. <sup>8</sup> Hongrie, Pologne, République tchèque, Russie et Turquie.

Sources : banques centrales ; FMI ; Institute of International Finance (IIF).

Tableau III.2

direct étranger (IDE) s'est cependant encore réduit, revenant de 70 % du total, en moyenne, dans les années 90 à moins de 45 % ; les économies d'Asie ont attiré l'essentiel des entrées, et la Chine à elle seule plus de 60 %. Les flux de portefeuille se sont notamment dirigés vers le Brésil, la Chine, la Corée et l'Inde ; l'Asie et les PECO ont bénéficié d'une reprise des prêts.

Les flux au titre des obligations, actions et prêts sont restés abondants début 2004 et devraient s'accroître encore, sur l'année, par rapport à 2003. Les économies émergentes ont émis un montant estimé de \$26 milliards en obligations sur le marché international au premier trimestre 2004. Jusqu'en avril, l'augmentation des afflux de capitaux s'est accompagnée d'une moindre volatilité et d'une diminution marquée des primes sur obligations souveraines, surtout les moins bien notées.

Du point de vue des paiements courants, la reprise des entrées de capitaux, ces trois dernières années, s'est accompagnée d'une hausse des excédents en Asie, d'une inversion des lourds déficits en Amérique latine et d'une réduction des surplus dans les PECO. Aussi, en 2003, les trois grandes régions émergentes ont enregistré un excédent global. La concomitance d'un retour des capitaux privés et d'excédents courants amène à s'interroger sur l'emploi de ces entrées. Les niveaux d'investissement sont restés stables en moyenne. Pour une bonne part, ces entrées auraient donc plutôt servi à renforcer les réserves de change (infra).

Les afflux de capitaux et la réduction des primes de risque posent le problème de leur durabilité. Dans la mesure où elle reflète des améliorations macroéconomiques et structurelles – des données fondamentales plus saines exercent un « effet d'attraction » –, cette situation peut perdurer. Si l'explication réside dans le bas niveau des taux d'intérêt dans les pays industrialisés, l'abondance de liquidité mondiale et la disposition des investisseurs à accepter davantage de risque – « effet d'incitation » –, toute modification de ces conditions pourrait raviver les préoccupations sur les fragilités des économies émergentes.

Interrogations  
sur les facteurs  
sous-jacents

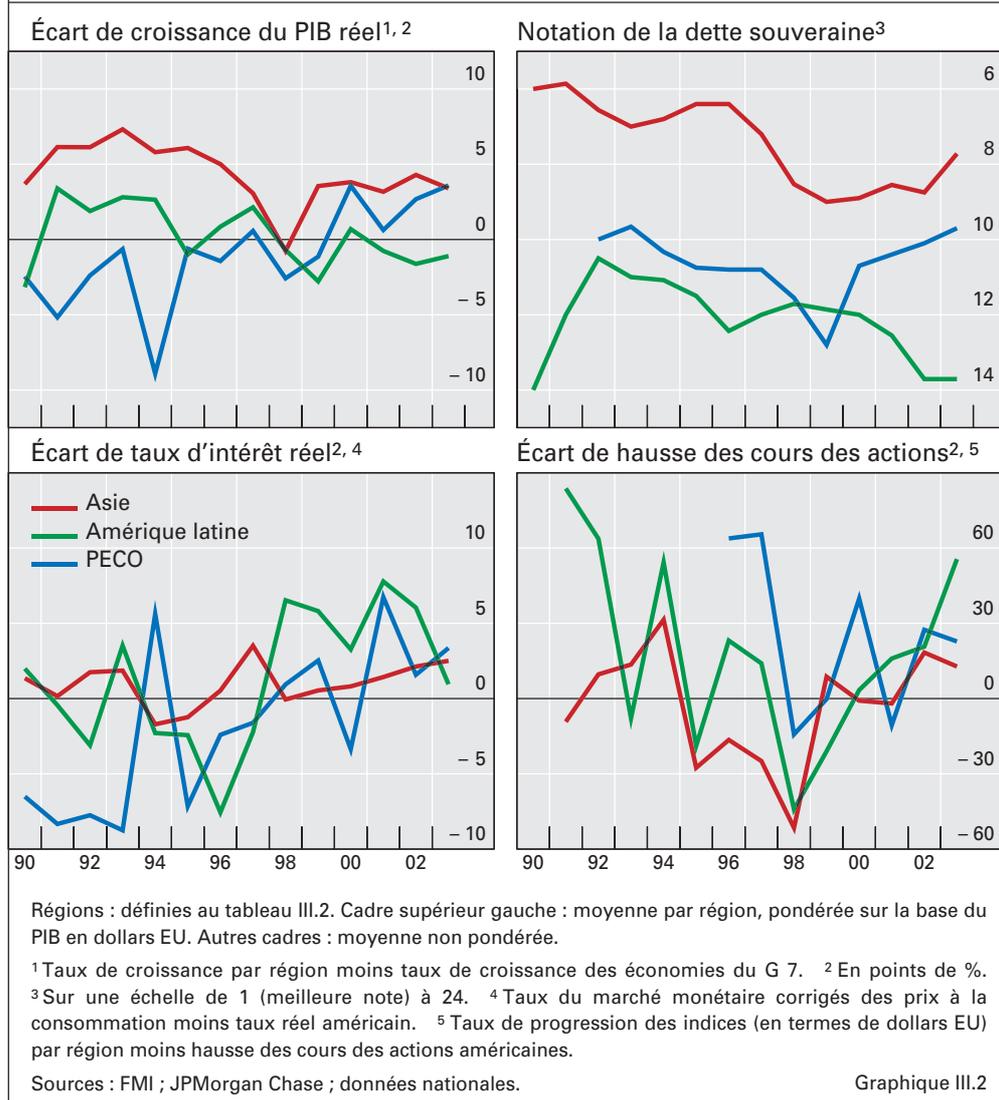
#### *Déterminants des récentes entrées de capitaux*

Les études empiriques sont partagées sur l'importance relative de ces effets d'attraction et d'incitation pendant la période récente. Hormis les taux de croissance relatifs, décisifs pour toutes les catégories, les déterminants apparaissent différents selon qu'il s'agit d'IDE ou de flux de portefeuille et de prêts.

En Amérique latine, les entrées d'IDE ont régressé depuis 1999, en raison surtout de la crise en Argentine et du tassement de l'activité au Brésil et au Mexique, mais également du ralentissement des privatisations dans plusieurs pays (graphique III.2, cadre supérieur gauche). Les suites des crises ont ainsi mis en lumière les risques, latents jusque-là, auxquels s'exposent les investisseurs étrangers dans les économies émergentes – pour l'IDE notamment, la possibilité de remettre en cause les contrats privés. En Asie, en revanche, et spécialement en Chine, l'IDE a continué d'être attiré par une croissance plus soutenue et des améliorations structurelles. Les PECO ont été favorisés par des éléments similaires, mais l'IDE, qui y représente en

Les flux d'IDE ont  
été influencés par  
le rythme de la  
croissance et  
des privatisations

## Flux de capitaux vers les économies émergentes : déterminants



moyenne 3–6 % du PIB depuis 1995, avait atteint des niveaux cumulés tels qu'il lui était difficile de s'accroître davantage. La plupart des actifs d'État étaient d'ailleurs privatisés fin 2002, en particulier les banques commerciales, vendues à des établissements étrangers. D'où le net recul des entrées d'IDE l'an passé.

Des études détaillées, dont celles du Comité sur le système financier mondial (BRI) et du Groupe consultatif sur les marchés de capitaux (FMI), ont montré que, la décennie passée, les flux d'IDE se sont réorientés vers les économies de grande taille (y compris dans le secteur financier et les services) ou vers les pays associés à des accords de libre-échange et à des programmes régionaux d'intégration commerciale. Jusqu'à maintenant, ce mouvement a bénéficié au Brésil, à la Chine, au Mexique et aux PECO candidats à l'UE ; il pourrait aussi, dans le futur, profiter à l'Inde (infra).

Les flux de portefeuille, beaucoup moins stables, ont été davantage soumis à des facteurs mondiaux que ceux d'IDE. Le recul au titre des achats d'obligations et actions en 2001 et 2002 a ainsi reflété l'état de l'économie

L'IDE a bénéficié aux économies de grande taille ou en voie d'intégration commerciale

réelle (activité plus faible dans les pays industrialisés, crises en Argentine et en Turquie, prévisions de moindre croissance), mais aussi la situation des marchés financiers : séquelles de l'éclatement de la bulle des hautes technologies et de celle des télécommunications, et aversion accrue des investisseurs pour le risque, par exemple. L'essor des entrées de portefeuille en 2003 semble résulter d'une pareille conjonction de facteurs spécifiques ou généraux : relèvement de la notation (graphique III.2, cadre supérieur droit) ; montée des prix des produits de base ; perspectives de reprise mondiale, qui ont contribué à une forte hausse des indices boursiers (graphique III.2, cadre inférieur droit).

Les flux de portefeuille ont été influencés par des facteurs d'incitation et d'attraction...

Les conditions de liquidité favorables sur les marchés internationaux ont aussi joué un rôle important. Les taux directeurs très bas dans les principaux pays industrialisés ont incité les investisseurs à se tourner vers les économies émergentes, plus avantageuses en termes de rentabilité des obligations et de taux d'intérêt réels à court terme (graphique III.2, cadre inférieur gauche), et où les cours des actions montaient plus vite. De plus, la diminution des écarts de rendement entre signatures de notation différente montre un goût accru des investisseurs pour le risque (chapitre VI).

...ainsi que par l'abondance de liquidité

Les autres flux de capitaux privés (prêts de banques commerciales et crédits commerciaux d'autres sources) sont devenus positifs en termes nets l'an passé, pour la première fois depuis le milieu des années 90. Comme pour les flux de portefeuille, les économies à notation rehaussée et à croissance plus vigoureuse ont attiré davantage de prêts, mais les crédits à l'Asie et aux PECO ont aussi recherché des taux d'intérêt plus élevés que dans les pays industrialisés.

L'amélioration des notes de crédit et l'écart de taux d'intérêt ont attiré les prêts

#### *Ces entrées de capitaux peuvent-elles durer ?*

Cette réorientation des flux de capitaux vers les investissements de portefeuille et les prêts, plus volatils, conduit à envisager le risque d'une inversion. Par exemple, les primes sur obligations souveraines des économies émergentes se sont fortement élargies à partir d'avril, en partie sous l'effet d'anticipations de hausse des taux d'intérêt aux États-Unis. Dans certains cas, l'écart de rendement entre obligations domestiques et titres comparables du Trésor EU s'est également accru. L'accentuation de la volatilité sur les marchés financiers et la brusque montée des primes souveraines entre mi-avril et mi-mai ont montré que le sentiment favorable des opérateurs peut s'inverser rapidement à l'égard des pays dont les perspectives budgétaires sont incertaines ou dont la dette publique est élevée. En outre, les économies émergentes endettées à taux variable ou en devises (y compris par indexation) pourraient voir leur fardeau s'alourdir en cas de tensions sur les taux ou de dépréciation de leur monnaie.

Risque d'inversion des flux de capitaux...

Plusieurs éléments, dont certains seront examinés plus en détail ci-après, viennent toutefois tempérer ces risques. La reprise mondiale s'est renforcée et généralisée, et la hausse des cours des produits de base a été vive partout. Les bonnes conditions de financement à l'étranger ont permis à de nombreux pays de compléter déjà une part notable de leur programme d'emprunts pour 2004. Par la même occasion, quelques-uns (Brésil, Mexique et Turquie) ont

...tempéré par des résultats en progrès...

également amélioré leur structure d'endettement en abaissant leurs coûts, en allongeant les durées, en réduisant la proportion de leur dette à court terme et en diminuant la part indexée sur taux courts ou cours de change. Le bas niveau d'inflation, l'accroissement des réserves et le passage à un régime de change flottant devraient maintenant aider à réduire ces risques. Le Brésil, la Turquie et plusieurs autres pays ont en outre maintenu leur rigueur budgétaire et poursuivi des réformes, notamment structurelles.

...mais certains pays demeurent vulnérables

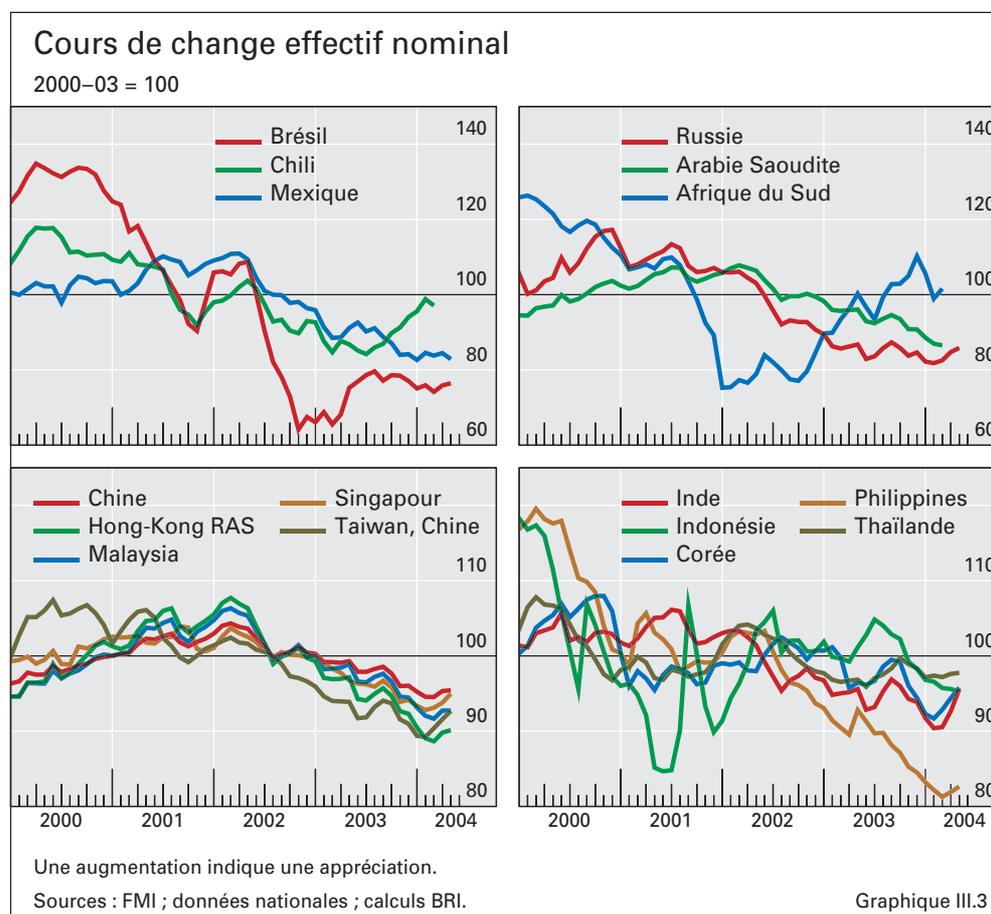
Toutefois, certains pays ont relâché leur politique budgétaire et ralenti le rythme de l'ajustement, ou connu une rapide expansion du crédit au secteur privé : leur vulnérabilité, masquée par l'accès aisé au crédit, redeviendra sans doute plus visible si les conditions de financement à l'étranger se détériorent.

## Cours de change et accumulation de réserves

### Attitude des autorités

Les cours de change ont eu tendance à s'apprécier...

Les autorités ont réagi diversement au renchérissement des produits de base et à l'afflux de capitaux. Certaines ont laissé leur monnaie s'apprécier dans une mesure compatible avec leurs objectifs d'inflation. Par exemple, les monnaies brésilienne et chilienne se sont beaucoup raffermies en 2003, après une importante dépréciation. Le rand sud-africain et le rouble russe ont



été orientés à la hausse tout au long de l'année, poussés par la progression des exportations et des entrées de capitaux. En conséquence, le cours de change effectif nominal est remonté l'an passé en Afrique du Sud, au Brésil et au Chili (graphique III.3, cadres supérieurs).

D'autres pays ont assoupli leur réglementation sur les sorties de capitaux ou restreint les entrées pour freiner l'appréciation de la monnaie. La Chine, par exemple, a desserré l'an passé ses contrôles de change pour les voyages des particuliers, encouragé certaines catégories d'entreprises domestiques à investir à l'étranger et créé un dispositif incitant ses investisseurs institutionnels à accroître leurs placements à l'étranger. Pour endiguer les entrées, elle a temporairement suspendu l'agrément de nouveaux investisseurs institutionnels et fixé une limite journalière pour la conversion de dollars en monnaie locale par les particuliers. L'Inde aussi a assoupli ses règles d'investissement à l'étranger pour ses entreprises et ses établissements financiers, autorisé les entreprises à procéder au remboursement anticipé de leur dette en devises et permis aux résidents de détenir des comptes en devises. La Thaïlande a restreint les prêts en bahts à court terme des non-résidents en septembre 2003, puis limité le montant et la durée de leurs dépôts dans cette monnaie. La Corée a imposé des restrictions (ensuite assouplies) sur les contrats à terme non livrables pour freiner la spéculation.

Les autorités ont également procédé à des interventions sur les changes, comme en témoigne l'accumulation de réserves dans toutes les grandes régions l'an dernier (tableau III.3). En Asie, le total des réserves a progressé

...et des pays ont autorisé davantage de sorties de capitaux

Augmentation des réserves : vive en Asie...

Réserves de change <sup>1</sup>						
En milliards de dollars EU						
	1996	2000	2001	2002	2003	Mars 2004
Asie <sup>2</sup>	477,4	694,5	770,5	944,2	1 208,1	1 302,9
Chine	105,0	165,6	212,2	286,4	403,3	439,8
Corée	33,2	95,9	102,5	120,8	154,5	162,7
Hong-Kong RAS	63,8	107,6	111,2	111,9	118,6	123,8
Inde	19,7	37,3	45,3	67,0	97,6	107,2
Taiwan, Chine	88,0	106,7	122,2	161,7	206,6	226,5
Amérique latine <sup>3</sup>	141,3	136,1	135,9	140,1	170,7	178,8
Argentine	17,7	24,4	14,5	10,4	13,1	13,5
Brésil	58,3	32,5	35,7	37,4	49,1	51,6
Mexique	19,2	35,1	44,4	49,9	57,7	60,3
Europe centrale <sup>4</sup>	40,1	51,5	51,3	63,2	72,9	75,4
Russie	11,3	24,3	32,5	44,1	73,2	79,6
Afrique du Sud	0,9	5,8	5,8	5,6	6,2	7,9

<sup>1</sup> Encours : chiffres de fin de période ; régions : total des économies citées dans les notes. <sup>2</sup> Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taiwan (Chine) et Thaïlande. <sup>3</sup> Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. <sup>4</sup> Hongrie, Pologne et République tchèque.

Sources : FMI ; données nationales.

Tableau III.3

de plus de \$350 milliards entre fin 2002 et mars 2004. Cet essor est attribuable pour plus de 85 % à la Chine, à la Corée, à l'Inde et à Taiwan, Chine (ci-après Taiwan). Les motifs variaient (chapitre V), mais les banques centrales ont surtout voulu contrer l'appréciation de leur monnaie vis-à-vis du dollar, due à d'importantes entrées en majeure partie spéculatives. En Chine, par exemple, les réserves ont augmenté en moyenne de plus de \$10 milliards par mois depuis fin 2002. Les pays à régime de change plus souple (Corée, Inde et Thaïlande) sont, eux aussi, intervenus pour freiner l'appréciation du change. Compte tenu de la baisse du dollar vis-à-vis des autres grandes monnaies depuis le début de 2002, le cours pondéré en fonction des échanges commerciaux s'est nettement déprécié dans la plupart des économies d'Asie ces deux dernières années (graphique III.3, cadres inférieurs).

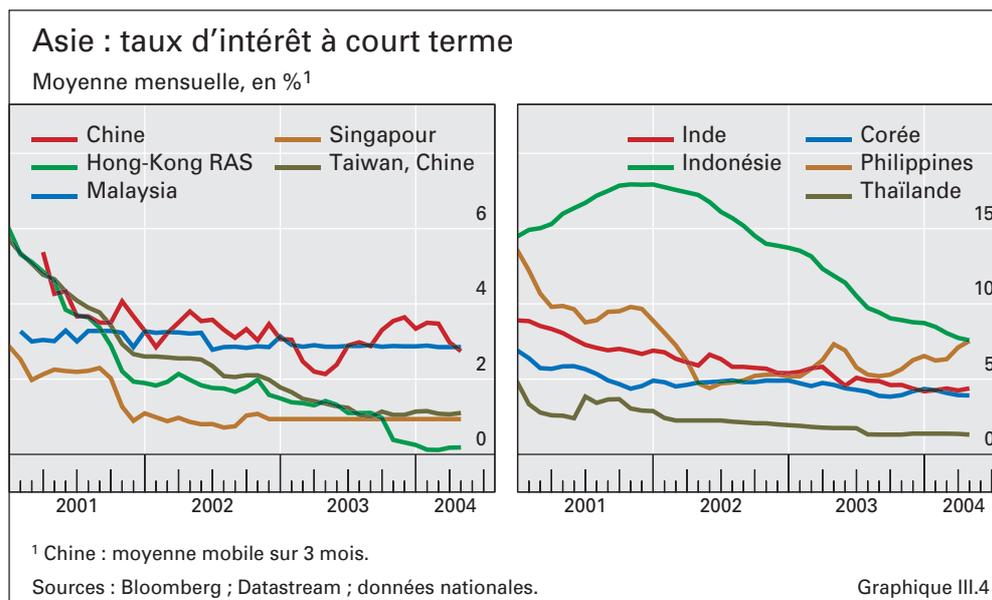
...et non négligeable en Amérique latine

L'augmentation des réserves a été vive en Amérique latine également, surtout dans les pays bénéficiant des cours élevés des produits de base et d'un afflux de capitaux. Au Mexique, les autorités ont mis en place un mécanisme spécial (adjudication de 50 % de l'accroissement des réserves sur une certaine période) pour neutraliser l'accumulation de réserves en devises découlant principalement de la hausse des recettes des compagnies pétrolières d'État obligatoirement déposées auprès de la banque centrale. Les réserves du Brésil dépassaient \$50 milliards en mars 2004, mais il convient de noter que la dette du pays envers le FMI atteignait près de la moitié de cette somme. En Argentine, les autorités ont essayé de reconstituer une partie des réserves perdues après la crise de 2001. Dans les PECO, les réserves officielles ont progressé de façon relativement modérée. Hormis une brève période de fortes pressions sur le rouble, au troisième trimestre de l'an passé, la banque centrale russe a continué d'acquérir sur le marché d'importants excédents de recettes pétrolières. En Afrique du Sud, la clôture du portefeuille de positions à terme, en début d'année, a été suivie d'une expansion des réserves détenues par la banque centrale.

#### *Défis pour les banques centrales*

De nombreux pays ont pu éviter une détente monétaire non désirée

L'accumulation de réserves présente divers défis pour la politique des banques centrales au plan national (pour les implications mondiales, voir chapitre V). Un premier défi est lié à un assouplissement non désiré des conditions monétaires découlant d'interventions non complètement stérilisées. Le risque semble néanmoins circonscrit pour l'instant. L'inflation restant faible dans la majeure partie de l'Asie, les taux d'intérêt ont été abaissés ou maintenus à un bas niveau dans de nombreux pays (graphique III.4). Grâce à cette volonté de détente, il est devenu moins nécessaire de neutraliser l'accumulation de réserves. Dans certains cas, cependant, les banques centrales ont intensifié leurs efforts de stérilisation en vendant des obligations d'État ou des titres émis par elles-mêmes. Elles semblent ainsi avoir réussi à contenir le décalage entre la croissance de la base monétaire et de l'agrégat large de monnaie, d'une part, et la hausse de la production, d'autre part – sauf en Chine et à Hong-Kong RAS (ci-après Hong-Kong), où la déflation persiste (tableau III.4).



La poursuite d'interventions massives pourrait toutefois continuer à poser d'importants problèmes aux banques centrales. L'accumulation de réserves risque de compromettre la capacité des banques centrales à endiguer une croissance future des agrégats de monnaie. L'expérience de la Chine fournit un bon exemple à cet égard : en dépit des opérations de stérilisation menées par la banque centrale, la base monétaire a augmenté rapidement ces deux dernières années, renforçant la capacité de prêt des banques. Alimentée par l'aptitude et la disposition des établissements à prêter, une vigoureuse demande de crédit a entraîné une vive expansion des agrégats de crédit et de monnaie. Pour contrer ces pressions, la banque centrale a augmenté le coefficient de réserves obligatoires de 1/2 point de pourcentage en septembre 2003 et, à plusieurs reprises, a invité les banques à réduire leurs crédits excessifs à certains secteurs. Pour ajouter au resserrement monétaire, elle a d'ailleurs relevé les taux d'intérêt sur ses facilités de réescompte et d'avances en blanc et accru de 1/2 point de pourcentage les réserves obligatoires des banques en mauvaise situation financière.

Mais des risques subsistent

Ailleurs, le volume de réserves accumulées a déjà multiplié les difficultés techniques, par exemple le choix des instruments permettant de neutraliser l'excédent de liquidités. La Banque de Réserve d'Inde, qui avait absorbé à cet effet une large part des émissions d'obligations d'État, s'est trouvée à court d'instruments en fin d'année ; le gouvernement a alors institué un dispositif spécial de stabilisation monétaire lui permettant d'émettre, jusqu'à un certain montant, des obligations exclusivement réservées aux opérations de stérilisation de la banque centrale.

Difficultés techniques pour la stérilisation des réserves

Deuxième défi majeur pour les autorités : même si la stérilisation est efficace, la sous-évaluation perçue de la monnaie peut avoir des effets nettement expansionnistes sur l'économie. C'est ce que montre l'essor rapide des entrées de capitaux et de l'investissement en Chine l'an dernier. Dans d'autres économies d'Asie, de surcroît, les écarts de rendement avec les titres libellés en dollars se sont contractés, signe que les intervenants

Un cours de change sous-évalué peut avoir des effets expansionnistes...

anticipaient de plus en plus une appréciation de la monnaie. En Inde, par exemple, l'écart à long terme est revenu de plus de 5 points de pourcentage, début 2001, à moins de 2, en février 2004. Les écarts ont même été pratiquement nuls ou négatifs à Hong-Kong, en Malaysia et en Thaïlande au premier trimestre 2004. Cet amenuisement des marges, lié à un afflux de capitaux à court terme, a facilité un boum des marchés des actions et une expansion rapide des crédits à la consommation et au logement.

...et provoquer un surinvestissement

Troisièmement, l'accumulation de réserves expose le système financier à plusieurs risques. Si, par exemple, la lutte contre l'appréciation du change se révèle intenable, de gros investissements dans le secteur des biens échangeables pourront, après coup, s'avérer non rentables. Comme l'ont montré les précédents boums de l'investissement dans l'Est asiatique, de tels déséquilibres créent un risque de surcapacités, qui pèseraient sur la croissance à moyen terme. En outre, le rétrécissement des écarts de rendement et les forces expansionnistes qui l'accompagnent pourraient induire un cycle d'expansion-récession, surtout dans les économies sujettes à des entrées de capitaux spéculatifs, où leur inversion ferait chuter les prix des actifs et le cours de change. L'illiquidité relative des marchés financiers et, dans plusieurs cas, le rôle décisif des investisseurs étrangers en actions pourraient rendre certaines économies d'Asie particulièrement vulnérables.

Risques potentiels pour les banques centrales

L'accumulation de réserves comporte aussi un risque potentiel de pertes pour les banques centrales. Pour l'instant, le coût de détention des réserves, selon sa mesure conventionnelle, apparaît faible en raison du très bas niveau des taux d'intérêt domestiques : il a été estimé inférieur à respectivement 1/2 % et 1 % du PIB en Inde et aux Philippines en 2002, voire négatif en Corée et à Hong-Kong. Mais une hausse des taux renchérirait sensiblement la stérilisation.

Agrégats monétaires : expansion au-delà du PIB nominal <sup>1</sup>						
	Base monétaire <sup>2</sup>			Agrégat large		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Asie <sup>3</sup>	1,0	2,7	4,5	4,1	7,0	3,8
Chine	1,1	4,5	5,6	5,8	10,9	7,5
Corée	10,0	7,0	3,1	2,3	5,4	-1,0
Hong-Kong RAS	8,2	8,0	21,3	-1,3	-0,1	10,6
Inde	0,9	1,0	2,1	4,7	7,9	1,0
Taiwan, Chine	-6,5	-5,1	-4,0	6,1	0,1	4,8
Autres <sup>4</sup>	-2,2	-3,4	5,3	-0,9	-2,6	-2,5
Amérique latine <sup>3, 5, 6</sup>	11,1	54,0	1,8	3,3	5,0	0,2
PECO <sup>3, 7</sup>	11,2	2,0	0,7	5,5	-1,6	0,6

<sup>1</sup> Expansion monétaire moins croissance du PIB nominal ; chiffres de fin de période. <sup>2</sup> Billets en circulation et dépôts bancaires auprès de la banque centrale. <sup>3</sup> Moyenne pondérée des pays cités, sur la base des PIB et PPA de 2000. <sup>4</sup> Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour et Thaïlande. <sup>5</sup> Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. <sup>6</sup> La très forte progression de la base monétaire en 2002 est essentiellement attribuable au Brésil (119 %). <sup>7</sup> Bulgarie, Croatie, Hongrie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Slovaquie et Slovénie.

Sources : FMI ; données nationales.

Tableau III.4

De plus, l'ampleur des réserves expose le secteur officiel à des risques de change non négligeables.

## Demande et dépense des ménages tirées par le crédit

On considère de plus en plus que les stratégies de croissance axée sur l'exportation mises en œuvre dans de nombreuses économies, surtout celles dont l'excédent des paiements courants s'accroît, procurent dans un premier temps d'importants bienfaits, mais comportent aussi des limites. Sur la durée, un soutien à la demande intérieure pourrait compléter tout naturellement cette politique. C'est en Asie et dans les PECO que ce recentrage est le plus avancé. En revanche, un surcroît d'épargne est nécessaire en Amérique latine, qui est récemment passée d'un déficit à un excédent.

Priorité à la demande intérieure

L'investissement restant atone dans nombre d'économies émergentes, après avoir chuté suite aux crises de 1997-98 en Asie et en Russie, l'attention s'est portée sur les moyens de dynamiser la consommation. Les ratios consommation/PIB ont connu une hausse significative en Asie : entre 1997 et 2003, ils ont progressé de 3 points de pourcentage en Chine (à 61 %), 8 points en Corée (à 78 %) ainsi qu'à Singapour (à 55 %) et 12 points en Indonésie (à 81 %). Ils augmentent aussi fortement, en moyenne, dans les PECO. En Amérique latine, ils ont diminué depuis 2001, mais à un rythme moindre en 2003, la consommation étant répartie dans quelques-unes des grandes économies, surtout en Argentine et au Mexique.

L'attention se porte sur la hausse de la consommation...

L'essor de la consommation tient beaucoup à la baisse des taux d'intérêt. Il a été favorisé par l'expansion du crédit bancaire aux ménages et par l'abondance de liquidité dans le monde en 2003. Souvent encouragés par les pouvoirs publics et parfois stimulés par la concurrence et les innovations financières liées à l'arrivée de banques étrangères, les concours aux ménages (prêts hypothécaires et/ou à la consommation, y compris par carte de crédit) se développent en Chine, en Corée et en Thaïlande, dans les PECO et en Russie, et, sans doute, au Mexique (graphique III.5). En outre, le rôle accru du crédit à la consommation transparaît dans les flux d'IDE : dans plusieurs économies émergentes (Brésil, Mexique et PECO, entre autres), les groupes étrangers s'implantent dans les secteurs des cartes de crédit ou de la distribution.

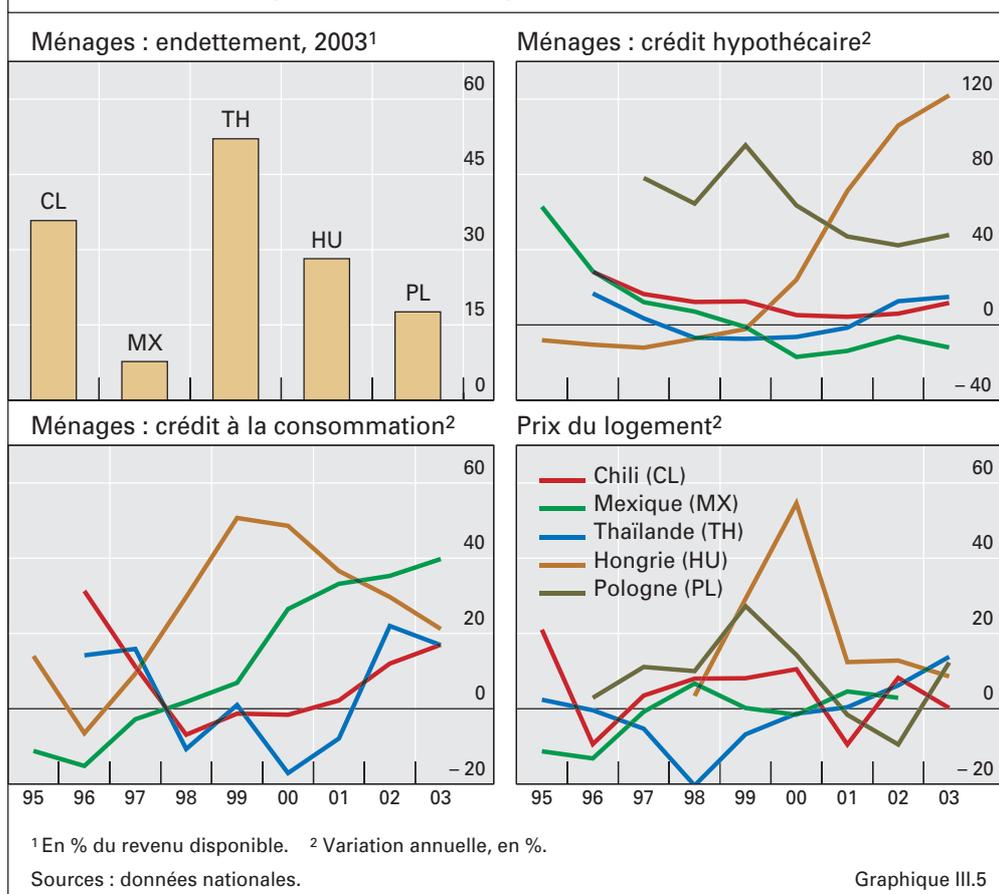
...soutenue par le crédit bancaire

L'expansion du crédit est particulièrement frappante dans les PECO et en Russie. En Europe centrale et orientale, la croissance moyenne du crédit aux ménages a été très rapide. Ainsi, en Hongrie, les prêts hypothécaires ont progressé de 81 % entre 2000 et 2003, et les prêts à la consommation de 32 % entre 1998 et 2003. En Russie, le crédit hypothécaire a bondi de 118 % en 2003 et le crédit à la consommation de 48 %, à partir d'un faible niveau toutefois.

Expansion rapide du crédit dans les PECO

Dans les économies émergentes, la croissance des prêts aux ménages facilite l'accès à la propriété et procure une source de financement au secteur informel. Dans les pays où leur canal est peu développé, le crédit reste en fait rationné. Seule une petite fraction de la population (les hauts revenus) y a accès, et les taux d'intérêt sont fréquemment prohibitifs.

## Crédit aux ménages et prix du logement



La croissance du crédit aux ménages devrait se poursuivre

Plusieurs raisons portent à croire que le crédit aux ménages va continuer de se développer. Premièrement, cette activité est un élément essentiel de diversification pour des secteurs financiers trop tributaires des prêts aux entreprises. Deuxièmement, dans les pays où le crédit aux ménages était quasiment inexistant jusqu'à une date récente, souvent à cause de restrictions, la demande cumulée demeure forte. Troisièmement, cette croissance du crédit s'accompagne d'une progression générale du revenu et de la richesse des ménages – notamment, dans ce dernier cas, grâce à la hausse des cours des actions, qui leur a permis de s'endetter davantage.

La vive expansion du crédit peut être source de risques...

Cependant, cette expansion rapide engendre des risques qui ne sont peut-être pas bien maîtrisés. Un surendettement pourrait empêcher les ménages d'assurer le service de leur dette. Cette difficulté s'accroîtrait, bien évidemment, si une bulle immobilière se formait puis éclatait.

### *Surendettement des emprunteurs ?*

...dont le surendettement des ménages...

La vulnérabilité des ménages à un endettement accru varie largement d'un pays à l'autre. Elle semble susciter moins d'inquiétudes au Mexique et dans les PECO, pour au moins trois raisons. Tout d'abord, dans ces pays, le ratio crédit au secteur privé/PIB nominal reste faible : en 2003, les concours bancaires au secteur privé avoisinaient 16 % du PIB au Mexique et 33–42 % en Hongrie, en Pologne et en République tchèque, contre 64 % au Chili, 90 %

en Thaïlande et 112 % en Corée. Les ratios endettement/revenu des ménages y sont également inférieurs (graphique III.5). Ensuite, dans nombre de cas, les banques sont aujourd'hui plus solides qu'il y a quelques années, lorsque les crises avaient réduit la taille du secteur financier. Enfin, un volume significatif de crédit est accordé par des établissements étrangers utilisant des techniques de gestion du risque plus efficaces. Ainsi, en 2002, la part de ces établissements (définis comme ayant au moins 50 % de capitaux étrangers) dans l'actif total du secteur bancaire dépassait 80 % au Mexique et s'échelonnait de 67 % à 90 % en Pologne, République tchèque et Hongrie, contre 6 % en Thaïlande et 32 % en Corée.

En revanche, la vive croissance des créances sur carte de crédit constitue une grande préoccupation en Thaïlande et en Corée. En Thaïlande, le nombre de cartes de crédit émises par les banques a augmenté de 23 % en 2003, à 4,2 millions, et leur encours de 33 % (à près de \$2 milliards, soit 1,3 % du PIB 2003). De surcroît, plusieurs millions de cartes ont été mises en circulation par des émetteurs non bancaires. Il semble toutefois que la proportion de prêts non productifs sur carte de crédit reste faible (3-4 % de la dette totale). Malgré cela, la Banque de Thaïlande a adopté un ensemble de mesures, avec effet en avril 2004, visant à restreindre la délivrance de ces cartes.

Alors que la Thaïlande est encore en plein boum des cartes de crédit, la Corée, elle, en subit les séquelles. Dans ce pays, après plusieurs années de hausse rapide des emprunts par carte de crédit, les ménages ont commencé à rencontrer des difficultés pour assurer le service de leur dette, et particulièrement pour rembourser en fin de mois l'intégralité des avances. Pour y faire face, de nombreux consommateurs ont contracté de nouveaux prêts analogues auprès d'autres émetteurs, ce qui a aggravé leur situation financière et fragilisé davantage leurs créanciers. Le taux moyen d'impayés sur cartes de crédit (arriérés d'au moins un mois) a atteint 14 % de l'ensemble des actifs gérés, fin 2003, contre environ 6 % un an auparavant. En 2003, après une année de bénéfices, les huit sociétés locales de cartes de crédit ont fait état de pertes nettes représentant près de 1,7 % du PIB ; de plus, leur ratio de fonds propres est devenu négatif, tombant de 13 % à -5,5 %, malgré d'importantes injections de capitaux.

#### *Surchauffe des marchés immobiliers ?*

La surchauffe immobilière n'est pas générale dans les économies émergentes, mais cantonnée à certains pays et certaines régions. En Chine, par exemple, l'augmentation des prix immobiliers a été supérieure à 10 % pendant trois années consécutives à Shanghai (+ 18 % en 2003), alors qu'elle a été plus modeste dans d'autres zones urbaines. En Corée, les prix ont flambé à Séoul en 2002, puis se sont quelque peu assagis après l'adoption d'une politique de lutte contre la spéculation. Ils sont repartis après février 2003, mais se sont stabilisés depuis que le gouvernement a annoncé, en octobre, des mesures supplémentaires. En Thaïlande, ils montent depuis 2001, et les indicateurs disponibles dénotent une récente vigueur de l'activité immobilière. Au dernier trimestre 2003, la progression d'un indice de la valeur des transactions foncières s'établissait à 142 %, et celle d'un indicateur de la construction

...qui suscitent des inquiétudes en Corée et en Thaïlande

La Corée subit les séquelles d'un boum des cartes de crédit

Surchauffe immobilière en Asie

avoisinait 55 % (chiffres en glissement annuel). La valeur locative diminue toutefois. En effet, l'amélioration des conditions de financement accroît l'offre, et les locations vacantes sont plus nombreuses, les ménages étant incités à devenir propriétaires. Un recul comparable de la valeur locative s'est produit au Mexique. Dans plusieurs PECO, les prix immobiliers ont été très volatils. En Hongrie, par exemple, leur hausse a culminé à 55 % en 2000, puis est redescendue à 9 % en 2003.

#### *Attitude des autorités et questions en suspens*

Des restrictions  
ciblées limitent  
les faiblesses

On peut remédier de deux manières aux faiblesses que peut engendrer l'expansion rapide du crédit aux ménages. Une première solution consiste en des restrictions réglementaires ciblées, destinées à modérer certains marchés ou à atténuer la volatilité des prix. Ainsi, en octobre 2003, pour réfréner la spéculation immobilière en Corée, une commission gouvernementale a proposé d'alourdir fortement l'impôt sur les plus-values immobilières des propriétaires d'au moins trois biens résidentiels. La Corée et la Thaïlande ont plafonné le ratio prêt hypothécaire/valeur du bien (en ciblant l'immobilier de luxe), afin de rendre le secteur financier moins vulnérable. Dans le domaine des cartes de crédit, différents remèdes ont été essayés, tels que limitation ou pénalisation des pratiques de marketing agressives, interdiction d'émettre de nouvelles cartes, plafonnement du crédit (en fonction du revenu) ou obligation de rembourser un certain pourcentage des prêts. À plusieurs reprises, les opérateurs sur cartes ont également dû renforcer leurs provisions pour pertes potentielles.

L'imposition de restrictions ciblées peut se justifier par les imperfections du marché (la spéculation, par exemple, à laquelle l'immobilier est considéré exposé dans un certain nombre d'économies émergentes). Des limitations analogues, très répandues il y a quelques décennies, sont d'ailleurs encore en vigueur dans plusieurs pays avancés.

La discipline de  
marché peut fortifier  
le système  
financier...

Une autre solution consiste à faire jouer la discipline de marché, qui devrait favoriser la survie des entreprises bien gérées. Si elle joue efficacement son rôle, les agents moins solvables auront plus difficilement accès au crédit. De surcroît, un créancier qui prend des risques excessifs sera soumis à des coûts de financement plus élevés (ou à une dégradation de sa note de crédit) ou pourra subir des pertes si lourdes qu'il devra cesser son activité. Les événements récents indiquent toutefois que quatre facteurs au moins peuvent fausser le jeu de la discipline de marché.

...mais elle  
est faussée par  
plusieurs facteurs

Premièrement, dans les économies émergentes, les prêteurs ne disposent généralement pas d'informations adéquates sur la solvabilité des emprunteurs. Ainsi, bien qu'il existe des mécanismes de collecte de données sur les défauts de paiement et sur les caractéristiques pertinentes des emprunteurs, les informations sont parfois incomplètes ou, pour des raisons de concurrence, les établissements financiers ne se les communiquent pas. Afin de remédier à ces difficultés, plusieurs économies émergentes mettent actuellement en place des agences de renseignement financier ou en améliorent l'efficacité. Deuxièmement, le crédit à la consommation, notamment sur carte, étant une activité très lucrative, les prêteurs sont fort

tentés d'employer des méthodes offensives pour conquérir des parts de marché. L'essor du marché des cartes de crédit est également favorisé par les innovations qui facilitent l'accès à un financement peu onéreux, telles que la titrisation des créances sur le marché international. Troisièmement, dans certains pays, les prêteurs sous-estiment beaucoup le risque de surendettement des emprunteurs. Ils proposent, par exemple, des cartes de crédit à un particulier sans vérifier ni ses antécédents ni même l'existence de revenus. Quatrièmement, les pouvoirs publics sont parfois réticents à autoriser la mise en faillite d'établissements financiers qui ont pris de mauvaises décisions de prêt, par crainte des effets systémiques ou des conséquences pour les emprunteurs. Cette situation soulève la question du risque subjectif.

## Boum économique en Chine et en Inde

### *Facteurs de l'expansion récente en Chine*

La solidité de la croissance en Chine a été l'un des grands moteurs de la reprise dans les économies émergentes en 2003. Même si l'épidémie de SRAS a pesé sur l'activité au premier semestre, la production industrielle a augmenté de 16 % sur l'année, contre 13 % en 2002. L'impulsion est venue de l'investissement en capital fixe (particulièrement dans la sidérurgie, l'aluminium, le ciment et le bâtiment), qui a progressé de 10 % seulement pour les nouveaux projets, mais a bondi de plus de 50 % pour les programmes déjà prévus. L'essor de l'investissement semble s'accélérer cette année ; ainsi, au premier trimestre, les dépenses d'équipement des entreprises privées et publiques ont affiché une hausse nominale d'au moins 40 % (en glissement annuel).

En Chine, boum de l'investissement

L'activité a également été soutenue par la consommation : l'expansion du crédit bancaire et la hausse du revenu des ménages ont stimulé les ventes d'automobiles et d'autres biens de consommation à forte valeur. La politique budgétaire est, elle aussi, restée propice à la croissance. L'abondance des recettes en fin d'année a ramené le déficit à 2,5 % du PIB en 2003, alors que les indemnités liées à l'épidémie de SRAS ont favorisé la demande au premier semestre. Il faut s'attendre à un moindre soutien budgétaire cette année, l'État ayant annoncé la réduction de ses émissions d'obligations affectées aux investissements d'infrastructure.

Vigueur de la consommation

Les exportations se sont fortement accrues (de près de 35 % en 2003), sous l'effet d'une demande croissante émanant des États-Unis. Les exportateurs ont avancé leurs livraisons avant la baisse des abattements de TVA à partir de janvier 2004, ce qui a donné un élan temporaire. L'essor de l'investissement et des exportations étant, dans une large mesure, tributaire de la transformation d'intrants, il s'est accompagné d'une progression encore plus marquée des importations (40 %), surtout de produits de base et de produits industriels (tableau III.5). La part de la Chine dans la consommation mondiale de ces produits s'est nettement accrue ; elle se situait l'an dernier à 42 % pour le charbon, 34 % pour le minerai de fer, 20 % pour le cuivre et

Dynamisme des exportations et des importations

Chine : commerce extérieur						
Variation annuelle, en %						
	Exportations			Importations		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Total	6,7	22,4	34,7	8,2	21,2	39,9
Dont :						
Produits de base	4,1	7,5	22,3	-2,0	7,6	47,8
Matières premières brutes	-6,0	5,0	14,3	10,6	2,7	50,1
Combustibles d'origine minérale	8,6	-1,7	32,9	-15,1	10,2	51,6
Produits chimiques et assimilés	11,2	14,0	35,8	6,4	21,5	25,5
Produits industriels	7,3	23,7	35,8	10,9	24,4	38,3
Biens manufacturés	3,1	20,7	30,3	2,8	15,6	31,8
Machines et matériel de transport	15,1	33,6	47,9	16,3	28,2	40,8
Sources : CEIC ; données nationales.				Tableau III.5		

7 % pour le pétrole. En conséquence, l'excédent commercial a été ramené à \$25 milliards en 2003 et a fait place à un déficit au premier trimestre 2004. Malgré une contribution directe pratiquement nulle des échanges commerciaux nets à la croissance en 2003, le niveau élevé des recettes d'exportations a rejailli sur la demande intérieure, via une hausse des bénéfices des entreprises et du revenu disponible des ménages.

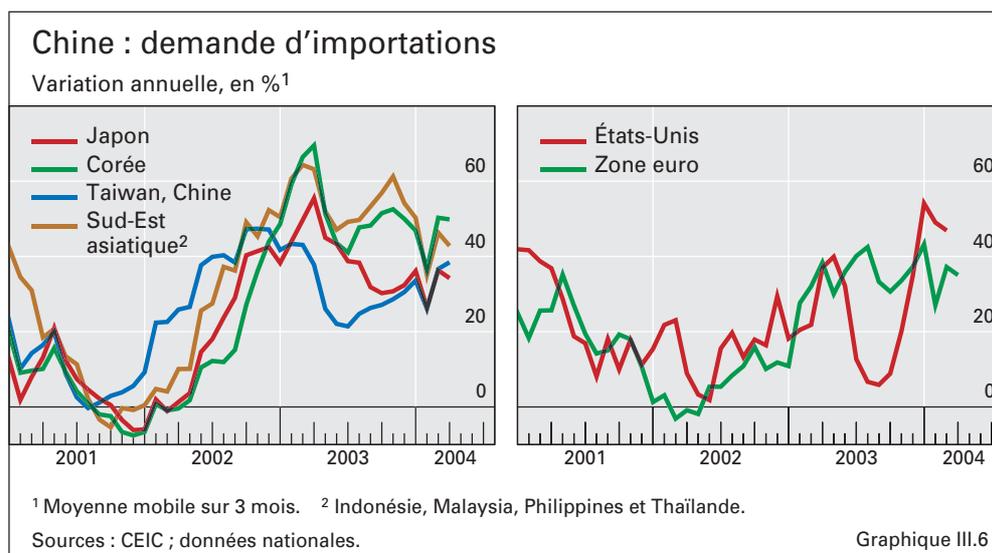
#### *Répercussions régionales et mondiales*

La Chine est un leader mondial pour l'activité manufacturière...

La Chine doit sa croissance rapide au fait qu'elle s'est imposée, ces dernières années, comme un grand fournisseur mondial de produits industriels, avec 7 % de la production dans ce secteur en 2003 et une augmentation de la part des exportations dans le PIB. Elle a amélioré sa compétitivité grâce à ses faibles coûts de main-d'œuvre et à ses gains de productivité. Sa contribution aux exportations mondiales de marchandises a ainsi doublé depuis 2001, atteignant près de 8 % en 2003. Parallèlement, une intégration verticale accrue a stimulé les importations en provenance des pays voisins et les échanges intrarégionaux.

...ce qui rejaillit sur ses partenaires commerciaux...

L'incidence du récent boum chinois varie largement d'un pays et d'une région à l'autre. Les économies étroitement liées aux activités manufacturières chinoises tournées vers l'exportation en tirent des avantages significatifs. L'an dernier, les importations de la Chine en provenance de Corée, du Japon et de Taiwan, par exemple, ont progressé de 30-50 % (graphique III.6, cadre de gauche). Au Japon, les exportations vers la Chine ont contribué au rebond de l'investissement ; les flux commerciaux et touristiques chinois ont joué un rôle important dans le redressement de Hong-Kong, après un épisode de déflation. Les importations chinoises venant de l'Est asiatique ont, elles aussi, affiché une forte hausse en 2003 et ont nettement accru leur participation à la croissance des exportations de la région. Toutefois, la Chine a fini par concurrencer ses voisins en élargissant sa part de marché dans les pays industrialisés, notamment pour les produits à faible valeur



ajoutée – secteur où ceux-ci bénéficiaient auparavant d'un avantage compétitif.

La demande substantielle de la Chine bénéficie également à d'autres régions. Ainsi, en 2003, les exportations du Brésil vers la Chine, tirées par les produits de base, ont bondi de 80 % en valeur nominale. Celles des États-Unis et de la zone euro ont également enregistré une hausse significative (graphique III.6, cadre de droite). Cependant, l'incidence sur l'activité de ces pays a été modeste, la Chine ne représentant que 3–4 % de leurs marchés d'exportations. Pour la même raison, le déficit commercial envers le reste de l'Asie s'est vivement creusé (+\$30 milliards environ) entre 2000 et 2003. Les exportations chinoises vers les États-Unis ont, elles, augmenté de 22 % l'an dernier, portant l'excédent des échanges bilatéraux à plus de \$100 milliards, ce qui a avivé les pressions protectionnistes dans ce pays (chapitres II et V).

...jusqu'en  
Amérique latine

#### *Durabilité de l'expansion actuelle*

L'envolée des dépenses d'investissement en capital fixe en 2003 pourrait être source de fragilité. Le ratio investissement/PIB de la Chine (0,45) est l'un des plus élevés au monde. Il induit non seulement un risque de surchauffe à court terme, mais, s'il perdure, il peut également entraîner, à moyen terme, un surinvestissement et une compression des taux de rendement. En fait, l'investissement se concentre en grande partie sur les entreprises publiques, où la rentabilité est moindre que dans le secteur privé. Cela pourrait aggraver les surcapacités et amplifier la tendance longue à la déflation dans l'économie. En outre, dans la mesure où les taux d'investissement actuels ne sont pas tenables, la demande intérieure pourrait ralentir, rendant la Chine encore plus tributaire des exportations pour maintenir son rythme de croissance.

Le risque de  
surinvestissement  
reste élevé

La fragilité financière est, elle aussi, préoccupante, car l'investissement a été financé par une expansion soutenue du crédit bancaire (graphique III.7, cadre de gauche). De plus, les prêts au secteur immobilier augmentent rapidement (45 % en 2003) et bénéficient surtout aux promoteurs. Ils s'accompagnent d'une flambée des prix immobiliers dans les principales

L'augmentation des  
prêts comporte des  
risques...

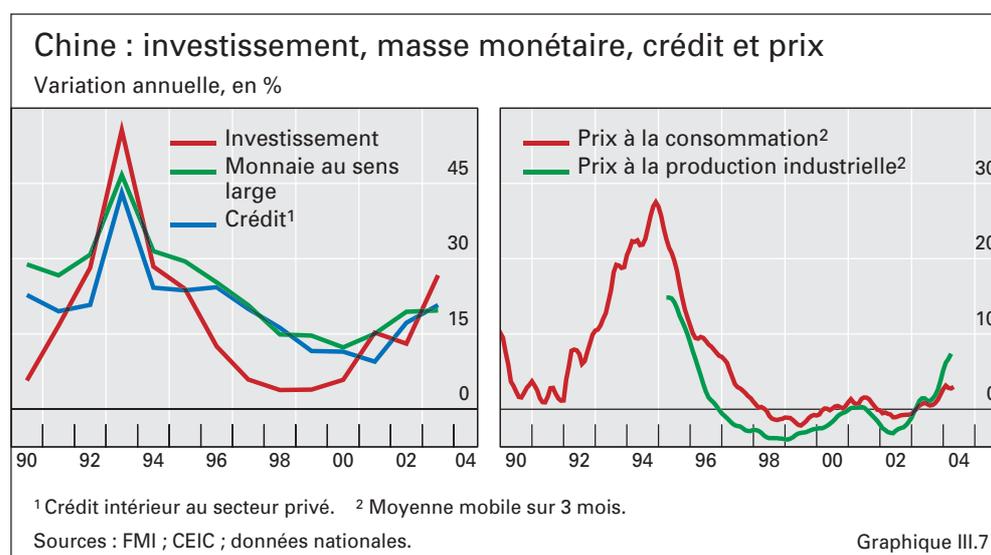
métropoles, comme Shanghai. L'an dernier, les autorités ont réagi en publiant, à l'intention des banques, des directives qui limitaient le volume des prêts au secteur immobilier et aux particuliers pour la construction d'une résidence secondaire ou d'une maison de luxe. Une surabondance de liquidité a, par ailleurs, encouragé les banques à accroître le crédit à la consommation, pour lequel les critères d'octroi ne sont généralement pas adéquats. Il pourrait en résulter une hausse des taux de défaut et des prêts improductifs dans le système bancaire – déjà estimés à 15 % du total des prêts en 2003.

...comme la surchauffe et l'inflation

La montée de l'inflation constitue un autre risque. L'expansion actuelle repose sur une utilisation intensive des ressources, qui aboutit à des pénuries généralisées de métaux, d'énergie et de produits de base. Ainsi, en 2003, la consommation d'acier par la Chine a représenté 90 % de l'augmentation de la demande mondiale de ce métal ; elle a dépassé l'offre intérieure, ce qui est également le cas, et largement, pour le nickel et le cuivre.

La montée des tensions inflationnistes...

Ces phénomènes ont marqué la fin de la déflation et favorisé la remontée des prix à la consommation (graphique III.7, cadre de droite). L'envolée des prix à la production industrielle a été encore plus sensible (25–80 % pour l'acier et les autres métaux en mars 2004). Par le passé, les prix à la production ont généralement augmenté moins vite que les prix à la consommation, en raison de gains de productivité importants et de l'incapacité des entreprises à répercuter le renchérissement de leurs coûts du fait de la faiblesse de la demande. Cela semble avoir changé l'an dernier : les anticipations d'inflation se sont renforcées et ont poussé les entreprises à répercuter une plus grande partie de ces hausses de coûts. Il est également à noter qu'en Chine les cycles de prix ont toujours été étroitement liés à ceux de l'investissement et de la masse monétaire (graphique III.7, cadre de gauche). Au début des années 90, une vive accélération de l'investissement et du crédit avait alimenté l'inflation, justifiant un resserrement monétaire qui avait débouché sur une longue période de déflation. L'activité économique avait aussi retrouvé un rythme plus tenable.



Conscientes de ces risques, les autorités ont récemment engagé des réformes destinées à renforcer le système bancaire, ainsi qu'un train de mesures pour modérer l'activité. En décembre 2003, les pouvoirs publics ont recapitalisé deux des quatre grandes banques d'État, en mobilisant \$45 milliards de réserves de change. Afin d'améliorer la gouvernance, il est prévu d'introduire en Bourse ces deux établissements et de placer leurs actions auprès d'investisseurs privés. Les autres banques d'État doivent faire l'objet du même processus.

...a entraîné l'adoption de mesures visant à modérer l'activité...

En septembre 2003, la banque centrale a également commencé à durcir sa politique monétaire, rehaussant à plusieurs reprises le coefficient de réserves obligatoires et renforçant les restrictions administratives au financement de l'investissement dans certains secteurs. Affichant leur souci d'une croissance plus lente et plus équilibrée, les autorités chinoises ont ramené à 7 % leurs prévisions pour 2004 et annoncé à la fois une déprogrammation de projets de travaux publics et des mesures destinées à relever le revenu des ruraux.

Les données du premier trimestre 2004 font néanmoins état d'une accélération de l'activité. L'expansion du crédit bancaire (supérieure à 20 % en mars) et l'inflation restent élevées. La demande d'investissement continue d'augmenter, pour la réalisation de projets déjà programmés, mais aussi parce qu'elle est stimulée par une forte diminution des taux d'intérêt réels. De nouvelles mesures restrictives seront donc peut-être nécessaires pour éviter une surchauffe de l'économie.

...dont les effets tardent à se faire sentir

#### *Accélération de la croissance en Inde*

L'année dernière, l'économie indienne a affiché une croissance supérieure à 8 %, la plus rapide en Asie après la Chine. Cet essor a été tiré par l'agriculture, suite à une mousson favorable, et par un redémarrage progressif de l'industrie, dont les résultats étaient à la traîne. Le secteur des services (plus de 55 % du PIB) a gagné 8 %. Côté demande, des revenus ruraux en hausse, des taux d'intérêt bas et des cours boursiers en progression ont stimulé la consommation et l'investissement. L'activité devrait rester soutenue dans les deux ans à venir.

L'Inde au deuxième rang en Asie pour la vigueur de sa croissance

L'optimisme récent trouve plusieurs explications. L'intensification de la concurrence étrangère a poussé de nombreuses entreprises à se restructurer, ce qui a amélioré leur rentabilité. Les bénéfices nets des grands groupes ont progressé de 30 %, en rythme annuel, sur les deux derniers trimestres 2003. Les autorités ont engagé des mesures visant à accélérer les privatisations, abaisser les tarifs douaniers et ouvrir davantage l'économie aux investisseurs étrangers. Le solde des paiements courants est excédentaire depuis 2001 et les entrées nettes d'IDE et d'investissements de portefeuille ont plus que doublé depuis 2002, même si elles restent largement inférieures à celles de la Chine. En outre, depuis deux ans, la hausse des revenus et l'élargissement de l'accès au crédit bancaire ont accru la capacité d'achat des ménages, ce qui alimente la dépense en biens de consommation durables et l'investissement dans l'immobilier résidentiel.

Les conditions favorisent la poursuite d'une croissance soutenue

Amélioration des perspectives grâce au secteur informatique et aux services externalisés

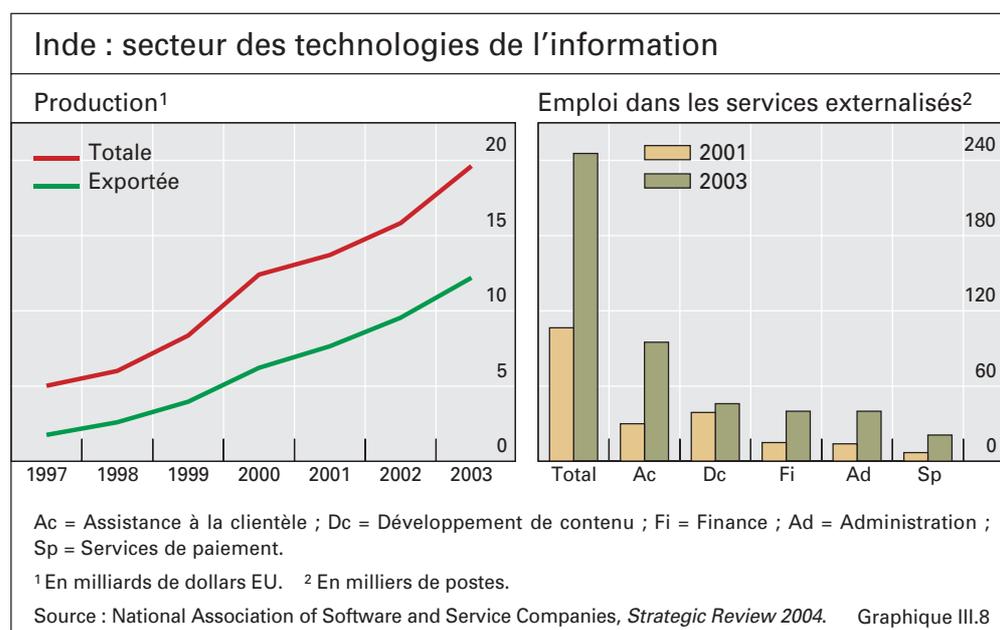
À l'avenir, l'Inde devrait aussi bénéficier de la croissance de son secteur des services, notamment informatiques. Grâce à ses avantages en termes de coûts et à sa main-d'œuvre abondante et très qualifiée, mais aussi aux compressions de coûts dans les pays industrialisés, l'Inde accueille de plus en plus d'activités délocalisées, notamment pour la production de logiciels. En conséquence, l'informatique et les activités connexes, en rapide essor depuis cinq ans, représentent 4 % du PIB et apportent une contribution significative aux exportations (graphique III.8, cadre de gauche). Les recettes tirées des services externalisés sont estimées avoir progressé de plus de 50 % en 2003, pour s'établir à \$4 milliards. Le potentiel de croissance est important, car la délocalisation devrait fortement s'intensifier partout dans le monde durant la prochaine décennie.

Les délocalisations vers l'Inde ne représentent qu'une faible part de l'emploi mondial

D'aucuns redoutent que cette externalisation des activités affecte les perspectives d'emploi, en particulier aux États-Unis (la plus importante source de délocalisations vers l'Inde). Ces craintes ont incité plusieurs États fédérés à limiter les transferts d'emplois vers des centres à bas coûts (une législation analogue est en examen au niveau fédéral). Alors que les postes créés dans divers secteurs d'activités à distance ont plus que doublé en Inde ces deux dernières années (graphique III.8, cadre de droite), ils restent bien inférieurs aux pertes d'emplois aux États-Unis. Même si les transferts d'emplois hors des États-Unis progressaient fortement sur les prochaines années, leur part correspondante dans l'emploi total resterait probablement inférieure à 1 % jusqu'en 2010, selon certaines estimations. Par ailleurs, l'externalisation peut engendrer des gains appréciables dans les pays industrialisés en y réduisant les coûts ; à l'avenir, elle pourra aider à résoudre un problème de pénurie de main-d'œuvre.

Des défis majeurs

Néanmoins, il ne sera pas facile de préserver la vigueur de l'activité en Inde. Avec une croissance potentielle actuellement estimée à 6 % environ, il faudrait pour cela relever le taux d'investissement (aujourd'hui 24 % du PIB)



ou accroître nettement la productivité. Dans les deux cas, la poursuite de l'ouverture de l'économie à l'investissement étranger serait bénéfique. L'infrastructure du pays a également besoin d'être améliorée et la privatisation des entreprises publiques accélérée. En outre, à plus de 9 % du PIB, le déficit budgétaire reste très important. Il est en partie responsable du niveau élevé des taux d'intérêt réels et de l'éviction d'un investissement privé plus productif.

## Marchés et cours des produits de base

### *Évolutions récentes et tendances à long terme*

Les cours des produits de base, mesurés en dollars EU, ont de nouveau augmenté l'an dernier. En mars 2004, ils avaient fait un bond de plus de 70 % par rapport au creux de décembre 2001 (tableau III.6). La hausse des prix pétroliers a déjà été répercutée sur les prix de détail de l'énergie dans les pays industrialisés (chapitre II). Le renchérissement des matières premières hors pétrole a fait monter les prix à la production, mais sans effet significatif sur les prix de détail mondiaux. Certains analystes y voient néanmoins la preuve d'anticipations d'inflation générale et le signal probable d'une fin imminente de la période de basse inflation. D'autres y perçoivent le résultat d'un accroissement de la demande, qui, étant donné le faible poids de ces intrants dans les coûts totaux, ne constitue pas un indicateur fiable de l'inflation à venir. L'analyse de l'évolution des cours des produits de base sur la durée porte à croire que la hausse n'a pas encore atteint son apogée. Elle amène également à s'interroger sur ses conséquences pour les perspectives de croissance des pays exportateurs. Les économies d'Afrique, en particulier, très dépendantes des exportations de pétrole et d'autres produits de base, auront une occasion unique de traduire une amélioration des termes de l'échange en une élévation durable de leur rythme de croissance.

Contrairement aux attentes, inscrites dans les cotations des contrats à terme, le cours du brut s'envole depuis mi-2003 (graphique III.9), en partie sous l'effet d'un surcroît inattendu de demande (notamment en Chine, mais aussi dans d'autres économies émergentes d'Asie et aux États-Unis). En outre, le retard enregistré dans le rétablissement des exportations de pétrole irakien et les troubles politiques au Nigeria et au Venezuela ont eu tendance à comprimer l'offre. L'accroissement imprévu de la demande ainsi que la

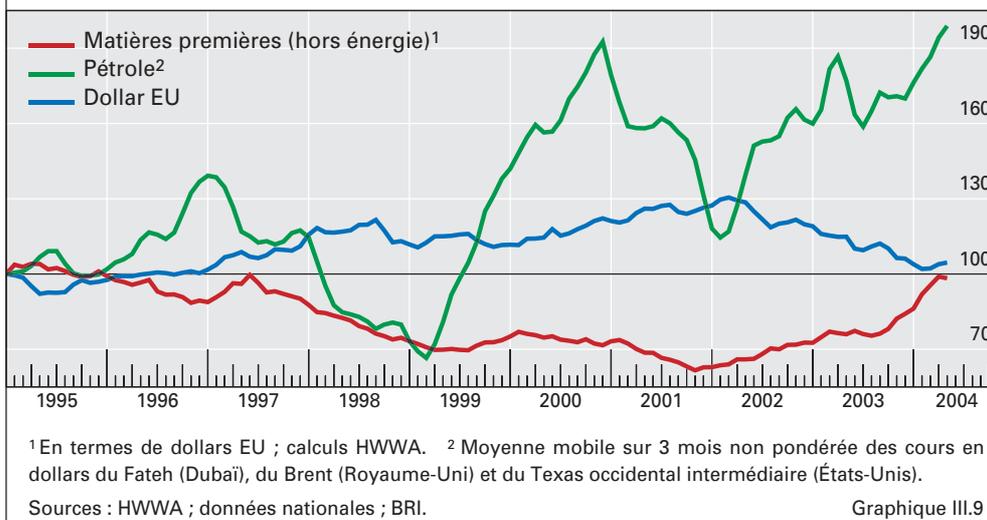
Envolée des cours des produits de base

Pour le pétrole, envolée des cours due à la vigueur de la demande...

Cours des produits de base, mars 2004							
En termes de dollars EU, décembre 2001 = 100							
Total	Pétrole	Produits hors pétrole	Produits industriels	Denrées alimentaires	Coton	Graines de soja	Blé
172	182	157	162	133	169	219	136
Laine	Charbon	Minerai de fer	Aluminium	Cuivre	Plomb	Nickel	Zinc
141	140	126	123	204	182	259	145
Sources : FMI ; Hamburgische Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA).							Tableau III.6

## Cours des produits de base et cours de change effectif nominal du dollar EU

Décembre 1994 = 100



persistance d'un écart négatif (déport) entre le comptant et le terme ont ramené les stocks commerciaux à un point bas historique, ce qui a amplifié la volatilité des cours. Même si la production irakienne est aujourd'hui revenue aux niveaux d'avant la guerre, les cours en dollars EU vont probablement rester élevés, voire augmenter encore cette année, en raison de la reprise mondiale anticipée et de la montée des préoccupations face aux attentats contre des installations pétrolières. La décision de l'OPEP de réduire sa production à compter du 1<sup>er</sup> avril 2004 aura un effet incertain, car la plupart de ses membres continuent d'extraire au-delà de leur quota et l'Arabie Saoudite a, depuis, invité ses partenaires à produire davantage.

...mais incertitude à moyen terme

Il convient toutefois de souligner qu'il est difficile d'anticiper précisément l'évolution des cours du pétrole, car tant l'offre que la demande demeurent très incertaines et les fluctuations de la demande nette peuvent prendre beaucoup d'ampleur. Ainsi, la hausse de l'offre attendue sur les cinq prochaines années suppose d'importants investissements en capacités de production et de transport. Côté demande, l'augmentation progressive de la part des services dans le PIB et une efficacité énergétique accrue devraient permettre de modérer la consommation. Cependant, si la Chine et l'Inde (où l'efficacité énergétique reste relativement faible) continuent de renforcer leur part du PIB mondial, la demande pourrait s'accroître davantage que prévu et faire monter les cours. De fait, même si elle ne consomme que 7 % du total mondial, la Chine est déjà le deuxième importateur au monde. Si l'on considère également que l'OPEP (qui contrôle plus de 60 % des réserves pétrolières totales) pourrait accroître à moyen terme sa part de la production mondiale, on ne peut exclure une inversion de la tendance baissière du cours réel du pétrole, observée depuis 1980.

Renchérissement des produits de base hors pétrole...

Même après la récente hausse, le cours moyen nominal en dollars des produits de base hors pétrole se situe quasiment à son niveau d'il y a 40 ans. En termes réels (corrige par un indice des prix à la production ou par les

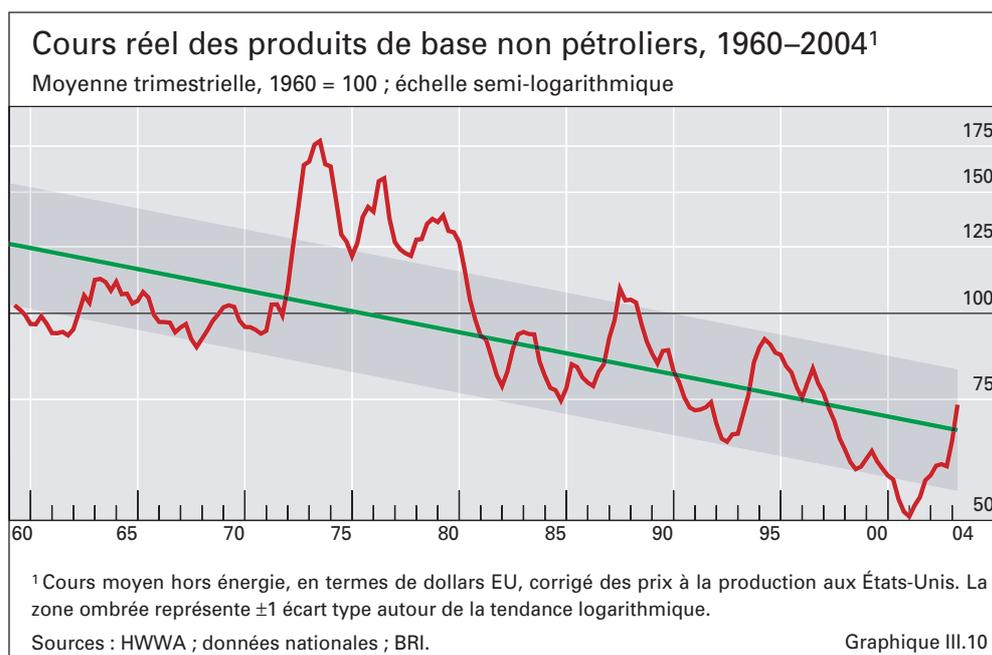
valeurs unitaires à l'exportation dans les pays industrialisés), ce cours a d'ailleurs baissé de près de 1,5 % l'an, soit une tendance proche de celle observée sur les 150 dernières années. Il affichait, fin 2001, un minimum absolu (graphique III.10). Ainsi, sa récente remontée peut s'expliquer par un retour, certes lent, vers la trajectoire de longue période.

D'autres facteurs entrent néanmoins en jeu. Depuis la fin du système de Bretton Woods, le cours réel des produits de base hors pétrole tend à évoluer à l'inverse du cours effectif du dollar EU. Ce phénomène a été particulièrement manifeste pendant la première moitié des années 80 et la seconde partie des années 90, lorsque l'appréciation du dollar et les taux d'intérêt réels élevés ont contraint les pays producteurs à accroître l'offre afin d'assurer le service de leur dette en dollars. Il en est résulté des pressions à la baisse sur les cours, qui ont été amplifiées par le recul de la demande dans les pays dont la monnaie se repliait face au dollar. Inversement, lors de la dernière dépréciation du dollar, le raffermissement de la demande des importateurs, conjugué au repli de l'offre, a entraîné un renchérissement. La progression marquée du secteur manufacturier (gros consommateur de produits de base) en Chine, et plus récemment aux États-Unis, explique aussi cette évolution. En outre, la flambée des cours du pétrole (intrant majeur dans la production de nombreuses matières premières) a accentué ces tensions.

Quelles sont les perspectives à brève et moyenne échéance pour les cours des produits de base hors pétrole ? Tandis que la demande devrait s'accroître encore cette année – la reprise mondiale touchant davantage de pays –, les facteurs d'offre pourraient exercer un effet modérateur. Par exemple, la progression des cours particulièrement vive de l'an dernier s'expliquait par le fait que les stocks de certains métaux étaient descendus à des minimums historiques et que l'offre de diverses denrées alimentaires s'était contractée, pour des raisons climatiques. Cette hausse des cours semble en outre avoir été accentuée par les achats de spéculateurs désirant se couvrir contre la chute du

...en partie sous l'effet de la dépréciation du dollar

Malgré une possible modération des cours cette année...



...la tendance pourrait se stabiliser à moyen terme

Perspectives incertaines pour les cours des produits de base hors pétrole

La volatilité des cours : un défi pour les autorités

Un régime de change souple pourrait amortir les chocs...

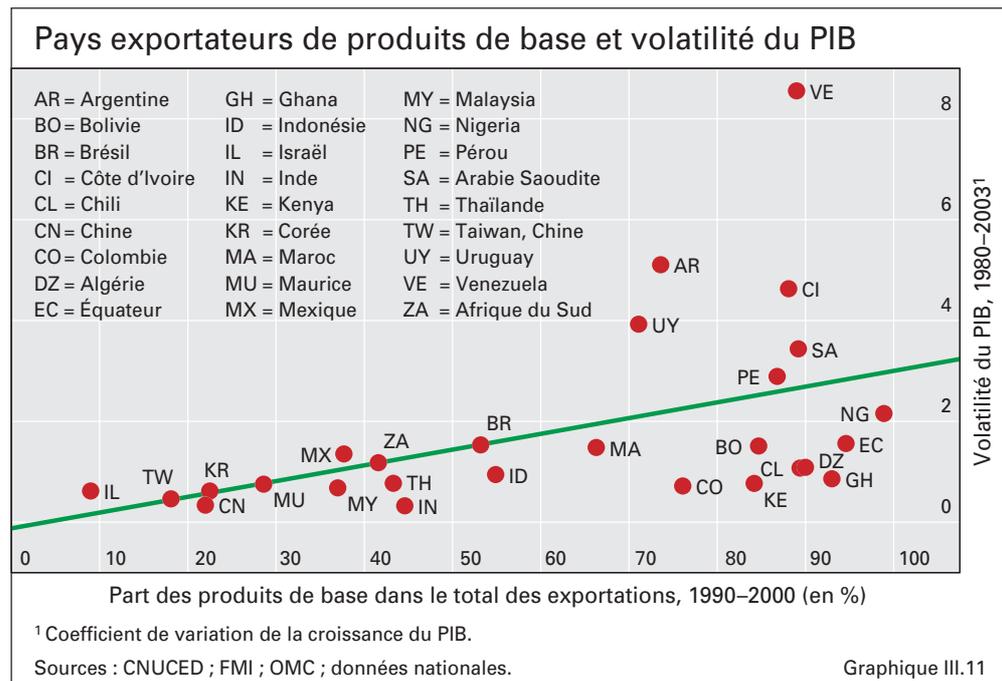
dollar. Cependant, avec l'ajustement de l'offre et de la demande, la plupart de ces facteurs pourraient perdre de leur influence cette année. Ainsi, en avril, les cours des métaux se sont repliés en réaction au gonflement des stocks et aux rumeurs selon lesquelles la Chine allait durcir les conditions des prêts bancaires.

Au-delà de l'année prochaine, les perspectives sont encore plus incertaines pour les cours des produits de base hors pétrole. D'un côté, avec la Chine qui devient grand producteur de biens manufacturés et gros consommateur de matières premières, ces cours pourraient s'élever, à moyen terme, par rapport aux prix des biens manufacturés, et ainsi inverser la tendance négative observée par le passé. De l'autre côté, les nombreuses analyses empiriques de l'évolution sur les 150 dernières années ne décèlent aucune rupture de tendance. À court terme, l'élasticité de l'offre est certes assez faible et les fluctuations de la demande peuvent avoir d'importants effets immédiats sur les cours relatifs. À long terme toutefois, l'offre et la demande s'adaptent généralement à ces changements et la tendance se rétablit alors.

### Conséquences possibles pour l'action des autorités

La tendance baissière à long terme des cours des produits de base hors pétrole a progressivement érodé le revenu disponible réel des pays exportateurs. Un aspect est peut-être plus important encore : étant donné que la tendance longue des cours masque une forte volatilité (pour ces produits comme pour le pétrole), leurs mouvements à court terme sont hautement imprévisibles. En fait, comme le montre le graphique III.11, on observe une corrélation positive, sur l'ensemble des pays, entre la part des produits de base dans les exportations et la volatilité du PIB.

Les autorités pourraient-elles améliorer la situation ? D'aucuns avancent que l'adoption d'un régime de change souple pourrait servir d'amortisseur : l'appréciation (ou la dépréciation) de la monnaie en réaction à une hausse (ou



une baisse) des prix à l'exportation en atténuerait l'incidence sur l'économie. Il est à noter que, parmi les pays d'Afrique exportateurs de produits de base, ceux dont la monnaie est rattachée à l'euro (et précédemment au franc français) ont vu leur PIB varier davantage, en raison de l'évolution des termes de l'échange, que ceux qui pratiquent un régime flexible.

L'adoption d'un change souple afin de modérer l'effet des fluctuations des cours des produits de base appelle toutefois quelques réserves. Un tel dispositif ne peut pas résoudre le problème du repli à long terme des cours réels. De plus, pour les autres secteurs d'exportations ou concurrençant les importations (comme l'activité manufacturière), il n'existe pas de régime « optimal ». Si le change est souple et s'apprécie avec la hausse des cours, les marges bénéficiaires des fabricants sont comprimées par la baisse des prix. Inversement, si le change est fixe, ces fabricants risquent de subir des tensions sur leurs coûts, car la progression des bénéfices dans le secteur des produits de base induira une augmentation des salaires. Enfin, et peut-être surtout, il convient d'opérer un arbitrage entre atténuation des variations du PIB et inflation. Ainsi, les pays africains producteurs à change fixe enregistrent des taux d'inflation moins élevés et plus stables que ceux qui sont dotés d'un régime souple.

Parce que les revenus tirés des exportations de produits de base constituent souvent une très importante source de recettes publiques, il pourrait être aussi nécessaire de recourir à la politique budgétaire ou à une règle budgétaire pour aider à la stabilisation macroéconomique. En effet, de nombreux pays exportateurs ont non seulement mené une politique procyclique, mais affichent aussi une tendance durable au déficit. Une hausse momentanée des cours des produits de base engendre souvent une élévation permanente des dépenses publiques et, tôt ou tard, un affaiblissement du solde budgétaire. Au Nigeria, par exemple, la remontée des prix pétroliers en 1998–2000 a d'abord conduit à un excédent budgétaire représentant 6½ % du PIB. Cependant, l'accroissement des recettes pétrolières ayant permis une hausse substantielle des dépenses publiques, le solde budgétaire s'est dégradé de l'équivalent de 12 % du PIB en deux ans à peine, et le solde des paiements courants de plus de 20 %.

Dans ces circonstances, une règle budgétaire permettrait de découpler dépenses publiques et fluctuations des recettes d'exportations. S'inspirant du fonds pétrolier norvégien (largement considéré le modèle du genre), plusieurs économies émergentes ont mis en place des fonds de stabilisation (ou prévoient de le faire) comme mesure préliminaire pour atténuer le caractère procyclique de leur politique budgétaire. Il y a quelques années, le Chili a constitué un tel fonds pour le cuivre, qu'il a maintenant intégré à son cadre budgétaire à moyen terme. Bien que plus récent, le fonds de stabilisation du pétrole de l'Algérie a déjà obtenu de bons résultats ; cette année pourrait toutefois mettre sa solidité à l'épreuve, car, d'une part, le cours actuel du pétrole est nettement supérieur au cours de référence du dispositif et, d'autre part, de vives pressions politiques appellent à répondre aux besoins sociaux et à augmenter les dépenses de construction et de travaux publics.

...sans être une solution optimale

Le caractère procyclique de la politique budgétaire...

...pourrait être atténué par une règle budgétaire