

III. Enjeux pour les économies émergentes

Faits marquants

La croissance a été étonnamment soutenue durant l'année écoulée dans toutes les grandes régions émergentes (tableau III.1). Les taux déjà satisfaisants de 2003 ont été dépassés, avec une meilleure répartition entre demande extérieure et intérieure : la conjoncture mondiale est demeurée exceptionnellement favorable aux entrées de capitaux et aux exportations ; partout, la consommation et l'investissement se sont redressés. Cette vive expansion a mis sous pression nombre de ressources cruciales telles que le pétrole, dont le renchérissement n'a cependant pas provoqué de recrudescence marquée de l'inflation, ce qui tranche nettement avec le passé. Les taux d'intérêt sont restés bas, en Asie comme ailleurs, les pressions à la

Croissance et inflation ¹								
	PIB réel				Prix à la consommation ^{2, 3}			
	Moyenne 1995– 2003	2004	2005		Moyenne 1995– 2003	2004	2005	
			Premier trimestre	Prévision			Premier trimestre	Prévision
Asie ⁴	6,6	7,8	7,3	7,2	4,2	4,4	3,7	3,9
Chine	8,5	9,5	9,5	8,9	3,0	3,9	2,8	3,2
Corée	5,1	4,6	2,7	4,0	3,9	3,6	3,2	3,2
Inde	5,9	7,1	6,7	7,1 ⁵	5,2	6,7	5,1	5,6 ⁵
Autres ^{4, 6}	3,6	6,0	4,7	4,8	5,8	3,4	4,3	4,2
Amérique latine ^{4, 7}	2,0	5,9	4,3	4,3	11,2	6,6	6,6	6,3
Argentine	0,4	9,1	8,3	6,8	4,8	6,1	9,1	10,0
Brésil	2,1	5,2	3,8	3,6	9,3	7,5	7,5	6,5
Mexique	2,5	4,4	2,4	3,9	16,6	5,2	4,4	4,0
PECO ^{4, 8}	3,7	4,8	3,3	4,0	10,2	3,9	3,1	2,4
Russie	2,4	7,1	6,0	5,8	49,5	10,2	12,9	11,6
Turquie	3,7	8,9	0,1	5,7	64,9	10,6	8,6	8,0
Afrique	3,7	5,1	...	5,0	15,6	7,7	...	7,7
Moyen-Orient	4,1	5,5	...	5,0	9,2	8,3	...	8,6
Total ^{4, 9}	5,2	7,2	6,2	6,3	9,4	5,4	5,0	5,0
G 7	2,4	3,2	2,5	2,3	1,9	2,0	2,2	2,0

2005 : prévisions et, pour la plupart, chiffres du premier trimestre, établis sur la base des prévisions consensuelles publiées en mai, de JPMorgan Chase et des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI.

¹ Variation annuelle moyenne, en %. ² Amérique latine : chiffres de fin de période. ³ Inde : prix de gros. ⁴ Moyenne pondérée des économies citées, sur la base des PIB et PPA de 2000. ⁵ Année budgétaire commençant en avril. ⁶ Hong-Kong RAS, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taïwan (Chine) et Thaïlande. ⁷ Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. ⁸ Pays d'Europe centrale et orientale : Hongrie, Pologne et République tchèque. ⁹ Économies citées hors Afrique et Moyen-Orient.

Sources : FMI ; © Consensus Economics ; JPMorgan Chase ; données nationales ; estimations BRI.

Tableau III.1

hausse sur le change contribuant à l'adoption de politiques monétaires relativement plus accommodantes.

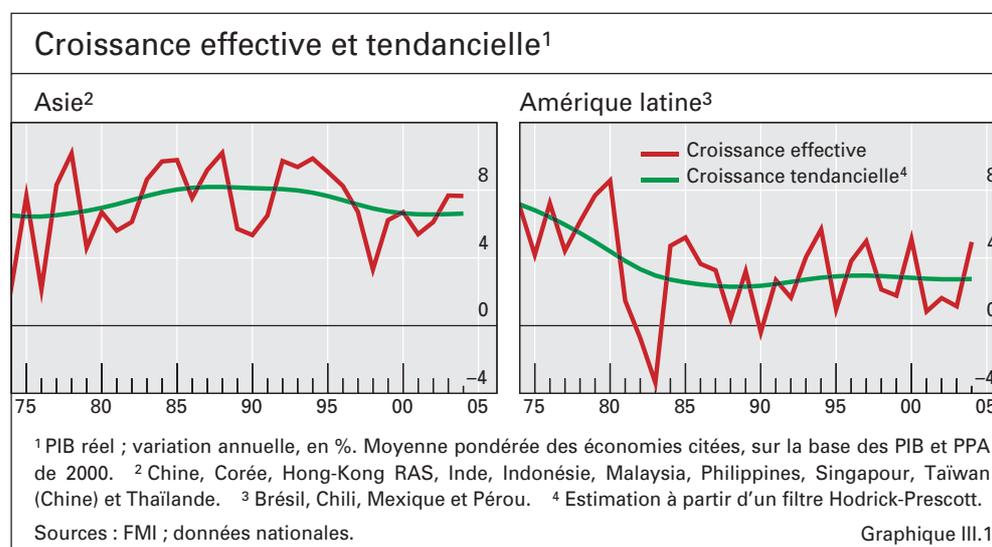
Cela étant, la question est de savoir si les économies émergentes ont accru leur résistance aux chocs. Plusieurs signes le confirment. Premièrement, la demande intérieure ayant pris une place plus importante, la croissance pourrait se poursuivre, même en cas de fléchissement de la demande extérieure. Deuxièmement, la situation des finances publiques s'est sensiblement redressée, dans certains cas grâce à des réformes législatives et au développement d'un marché obligataire local. Troisièmement, l'inflation semble s'être stabilisée, à la faveur, quelquefois, d'une politique monétaire plus crédible ; dans la mesure, d'ailleurs, où les pays sont à présent moins orientés vers un objectif de change explicite, ils sont devenus moins vulnérables aux chocs. Quatrièmement, la plupart des pays ont consolidé leur solde courant. Cinquièmement, la situation du secteur bancaire s'est améliorée.

Toutefois, ces progrès s'expliquent peut-être par des facteurs conjoncturels. Un ralentissement mondial pourrait compromettre certains acquis récents ; de même, un resserrement monétaire dans les pays industrialisés pourrait freiner les entrées de capitaux, inverser la récente appréciation des monnaies et créer des difficultés budgétaires. D'un autre côté, une poursuite de la croissance serait de nature à aviver ici et là les anticipations d'inflation. La part du court terme dans la dette extérieure totale demeure, en outre, parfois élevée, mais les niveaux confortables des réserves de change atténuent grandement les risques. Enfin, le secteur bancaire reste exposé à divers risques et le cadre réglementaire est encore incomplet.

Évolution récente

Croissance
exceptionnelle
en 2004...

Presque toutes les économies émergentes ont pris part à l'expansion, amorcée fin 2001 (tableau III.1). L'an passé, la production s'est généralement renforcée et, sur les deux dernières années, semble avoir dépassé sa croissance tendancielle (graphique III.1). Malgré de récents chocs, notamment la hausse



Évolution de la balance des paiements									
En milliards de dollars EU									
	Solde des paiements courants			Flux nets de capitaux privés ¹			Variation des réserves de change ²		
	Moyenne 1990-96	Moyenne 2000-03	2004	Moyenne 1990-96	Moyenne 2000-03	2004	Moyenne 1990-96	Moyenne 2000-03	2004
Asie	-10,3	120,7	184,9	47,1	2,9	148,4	43,8	141,6	363,4
Chine	5,1	29,8	68,7	20,8	30,5	110,7	12,6	62,1	206,7
Corée	-7,1	9,4	27,6	11,4	10,2	13,8	2,6	20,2	43,7
Inde	-4,4	1,9	-3,9	5,6	14,7	24,7	2,4	16,4	27,5
Autres ³	-3,9	79,6	92,5	12,8	-52,5	-0,8	26,2	42,8	85,5
Amérique latine ⁴	-28,6	-21,5	20,8	50,2	24,9	-5,1	16,3	9,2	21,1
Brésil	-6,0	-12,7	11,7	18,2	15,0	-3,6	7,3	3,6	3,6
Mexique	-14,8	-14,9	-8,6	20,3	21,5	12,9	1,9	6,7	5,0
Europe centrale ⁵	-6,1	-15,0	-18,0	3,2	18,0	18,4	7,8	5,1	7,7
Afrique du Sud	0,5	-0,5	-7,0	1,1	2,0	9,9	-0,0	0,0	6,6
Russie	8,6	36,3	60,1	8,8	-9,8	-3,4	5,2	16,2	47,6
Turquie	-1,7	-4,1	-15,5	3,5	1,1	18,0	1,7	2,7	1,7
Total ⁶	-72,7	130,8	277,3	116,1	24,8	155,3	89,3	176,1	454,6
<i>Pays exportateurs de pétrole⁷</i>	-8,9 ⁸	53,2	120,4	37,3	-16,2	-18,9	9,5 ⁹	26,5	60,6

¹ Investissement direct, investissement de portefeuille, instruments financiers dérivés et autres investissements, hors placements des autorités monétaires et des États. Chiffres en partie estimés. ² Un chiffre positif indique une augmentation. ³ Hong-Kong RAS, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taïwan (Chine) et Thaïlande. ⁴ Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. ⁵ Hongrie, Pologne et République tchèque. ⁶ Économies citées, plus Arabie Saoudite et Israël. ⁷ Arabie Saoudite, Indonésie, Mexique, Russie et Venezuela. ⁸ 1994-96. ⁹ 1996.

Sources : FMI ; données nationales. Tableau III.2

des cours pétroliers, la croissance devrait en moyenne se maintenir au-dessus de 6 % cette année. En Asie, la Chine et l'Inde ont été les moteurs de l'expansion, suivies de très près, cependant, par d'autres économies. En Amérique latine, l'Argentine, le Brésil et le Mexique ont tous connu une forte reprise, et plusieurs économies de la région ont affiché une progression supérieure à la tendance. Pour les principaux pays d'Europe centrale et orientale (PECO), on s'attend à un essor marqué en 2005, malgré le ralentissement récent. Par ailleurs, l'activité est repartie en Turquie, est restée soutenue en Russie et s'est accélérée dans la plupart des pays d'Afrique.

Plusieurs facteurs ont favorisé cet essor. Premièrement, la vive expansion aux États-Unis et en Chine a stimulé la demande mondiale ; de nombreux pays ont ainsi vu leurs exportations s'accroître de 20-40 %. En Asie, malgré un certain tassement cyclique des technologies de l'information au second semestre, les exportations sont restées fortes, grâce à l'augmentation de la demande de produits non électroniques aux États-Unis et en Chine. Les produits de base d'Afrique du Sud, d'Amérique latine et de Russie ont été également recherchés. La vigueur des exportations a permis à l'ensemble des économies émergentes d'afficher un excédent du compte courant de \$277 milliards (tableau III.2). Si ce résultat record est en grande partie attribuable à l'Asie, plusieurs pays d'Amérique latine ont dégagé, eux aussi, un important solde positif, qui leur a permis de réduire leur dette extérieure et de

...stimulée
par la demande
mondiale...

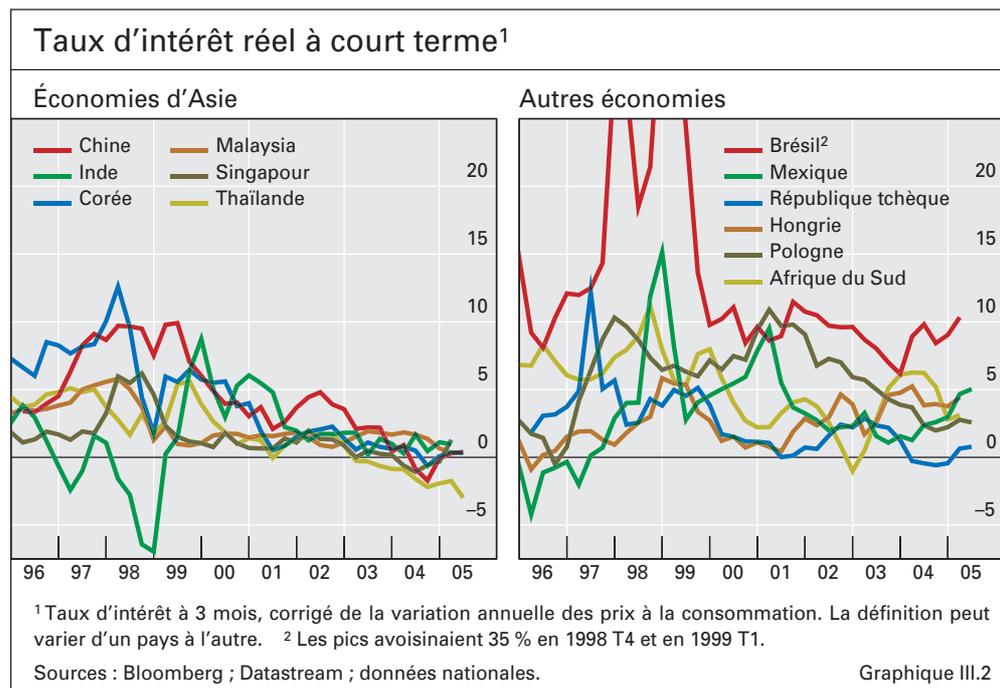
reconstituer leurs réserves. Par contre, les pays d'Europe centrale continuent d'enregistrer des déficits élevés.

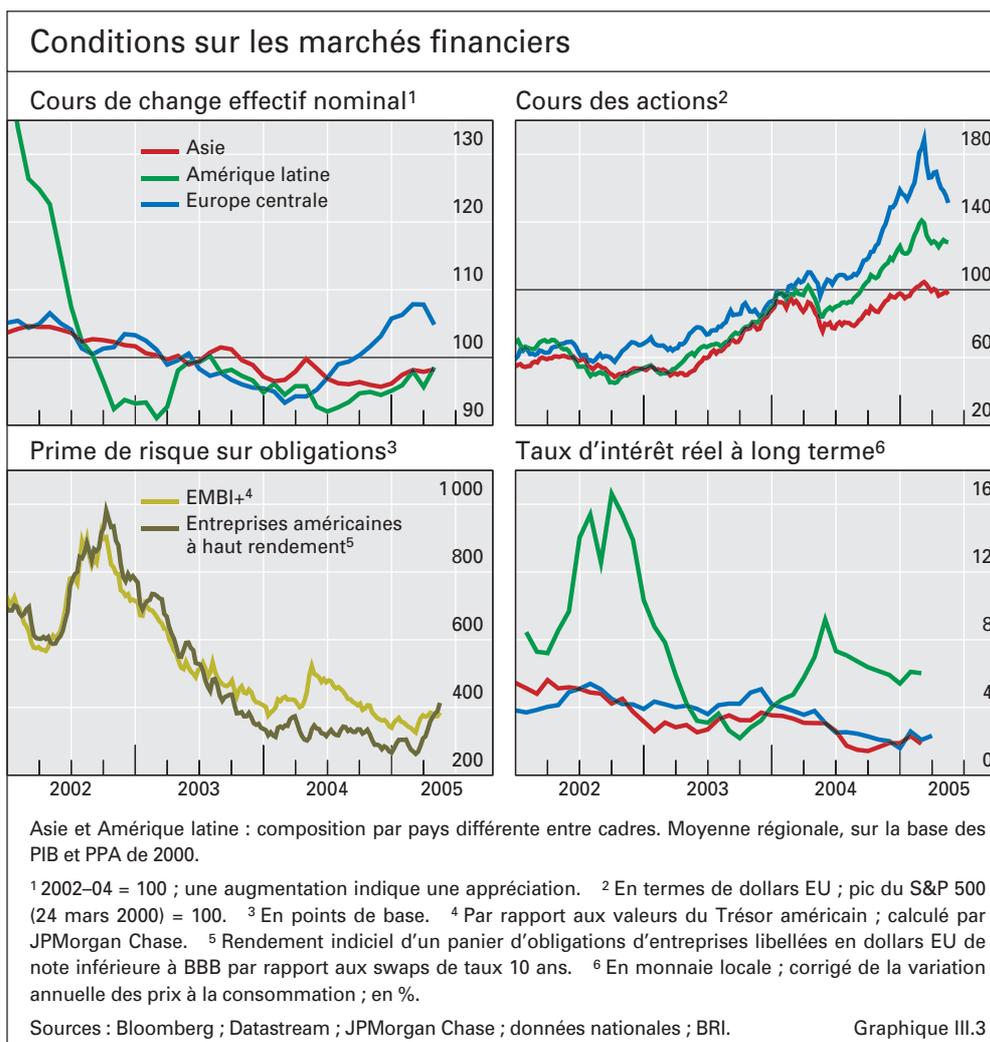
...d'importantes entrées de capitaux...

Deuxièmement, l'amélioration des fondamentaux macroéconomiques internes s'est souvent traduite par un rehaussement des notes de crédit qui, conjugué à l'abondance des liquidités dans le monde, a eu pour effet d'accroître les entrées de capitaux privés. La Chine en a bien bénéficié, avec une augmentation marquée non seulement de l'investissement direct, mais aussi des flux de portefeuille et des emprunts commerciaux privés ; les anticipations d'une réévaluation du renminbi y ont probablement contribué. L'investissement direct étranger a nettement progressé en Corée et en Inde, avec d'importants flux de portefeuille dans le second cas. Les entrées de capitaux se sont accrues en Asie du Sud-Est aussi, même si les chiffres sont restés faibles par rapport aux niveaux d'avant les crises financières de 1997-98. En Amérique latine, les pays ont remboursé leur dette extérieure ou en ont refinancé une partie à des taux plus avantageux. Les entrées nettes totales dans les grands pays de la région se sont cependant quelque peu réduites. Les afflux de capitaux sont demeurés substantiels dans les pays d'Europe centrale et ont augmenté en Afrique du Sud.

...et le dynamisme de la demande intérieure

Troisièmement, la reprise de la demande intérieure a été générale. Même si plusieurs banques centrales ont récemment relevé leurs taux directeurs, partout la politique monétaire est demeurée accommodante, malgré la diminution des capacités inutilisées, dans certains cas. Les taux réels à court terme ont été presque nuls, voire négatifs, dans la plupart des économies d'Asie ces trois dernières années (graphique III.2, cadre de gauche) et sont restés historiquement bas dans une grande partie de l'Amérique latine et en Europe centrale. Dans nombre de cas, notamment en Asie, les pressions à la hausse sur la monnaie ont probablement maintenu les taux directeurs





au-dessous de leur niveau naturel, avec pour possibles conséquences de nouvelles baisses des rendements obligataires longs en termes réels et une montée des indices boursiers (graphique III.3).

En Asie, l'amélioration des conditions de financement et la confiance accrue des consommateurs et investisseurs se sont traduites par une augmentation des dépenses d'équipement. Sans avoir regagné le terrain perdu lors des crises de 1997-98, les ratios d'investissement ont progressé dans plusieurs économies du Sud-Est asiatique en 2004. Suite à des mesures de resserrement monétaire, la croissance nominale de l'investissement fixe en Chine s'est nettement ralentie en cours d'année. Cependant, le ratio investissement en capital fixe nominal/PIB a poursuivi son ascension, passant de 47 % en 2003 à 51 %, et l'investissement dans certains secteurs en surchauffe tels que l'immobilier est demeuré soutenu. En outre, les dépenses d'équipement dans les autres secteurs se sont fortement accrues, notamment parce que la demande a été réorientée par les mesures administratives. D'après des calculs reposant sur des données macroéconomiques, le rendement de certains placements semble avoir été exceptionnellement faible. Enfin, la consommation des ménages et les exportations sont restées dynamiques.

Vigueur de l'investissement en Asie...

...et rebond de la demande en Amérique latine

En Amérique latine, le rebond de la demande intérieure a été remarquable en 2004. La consommation des ménages s'est redressée en Argentine, au Brésil et au Venezuela, après son effondrement lors des crises récentes, et s'est encore raffermie au Chili et au Mexique. Plusieurs pays ont enregistré une progression record de l'investissement, allant de 10 % à 40 % en termes réels. Un scénario identique a été observé dans les grandes économies d'Europe centrale et orientale, où l'accroissement de l'investissement s'est situé entre 5 % et 10 % en Hongrie, en Pologne et en République tchèque. En Russie, la consommation reste le principal moteur de la demande intérieure, et l'investissement s'est ralenti. En Turquie, le regain de confiance qui a fait suite à la récente crise financière a été associé à une accélération marquée de la demande intérieure.

Défis posés par l'inflation

Cependant, l'expansion a également posé divers défis aux autorités. Ainsi, la vigueur de la demande et la hausse des cours des produits de base l'an passé ont quelquefois aggravé l'inflation. En Asie, par exemple, même si son niveau moyen n'a été que légèrement plus élevé qu'en 1995-2003 (tableau III.1), elle s'est accélérée dans plusieurs pays. En Chine, l'augmentation des prix à la consommation a dépassé 5 % au troisième trimestre, pour s'affaiblir les mois suivants, pendant que les prix à la production ont poursuivi leur essor. Sur l'année, l'inflation a atteint 8 % en Inde, avant de s'essouffler au début de 2005. En Amérique latine ainsi qu'en Europe centrale et orientale, l'inflation est demeurée historiquement faible en 2004, pour s'accélérer, toutefois, en Argentine au premier trimestre 2005, et au Brésil en avril.

Durcissement de la politique monétaire

Certains pays ont ainsi été amenés à durcir leur politique monétaire. La Chine et l'Inde ont fait appel à des mesures directes, comme l'accroissement des coefficients de réserves, et indirectes, en majorant les taux d'intérêt. La Thaïlande a procédé, pour sa part, à une augmentation massive de ses taux depuis août 2004 pour réduire les risques d'inflation. Aux Philippines et en Indonésie, les taux directeurs ont été relevés de 25 points de base en avril 2005. De même, les taux ont été orientés à la hausse dans plusieurs pays d'Amérique latine, Brésil et Mexique notamment.

Appréciation de la monnaie...

Par ailleurs, des excédents notables de balance des paiements ont, un peu partout, poussé les monnaies flottantes à s'apprécier plus fortement qu'auparavant par rapport au dollar (ou à l'euro, pour l'Europe centrale). Comme l'analyse le chapitre V, la plupart des autorités asiatiques ont continué d'intervenir, afin de freiner ce mouvement ou de geler le cours de change, provoquant une augmentation sans précédent de leurs réserves de change (tableau III.2). Presque partout dans la région, le cours de change effectif nominal a donc poursuivi son repli pendant la majeure partie de l'année, avant que la tendance ne s'inverse début 2005 (graphique III.3, cadre supérieur gauche). Comme indiqué ci-avant, l'accumulation de réserves semble avoir été assortie d'un durcissement monétaire relativement atténué.

...en raison de contraintes sur les interventions

Des tensions inflationnistes pourraient remettre en cause cette orientation accommodante. La rapide expansion du crédit aux ménages dans de nombreux pays l'an passé, accompagnée d'une hausse des prix immobiliers (infra), pourrait aussi précipiter un durcissement monétaire. Par ailleurs, les

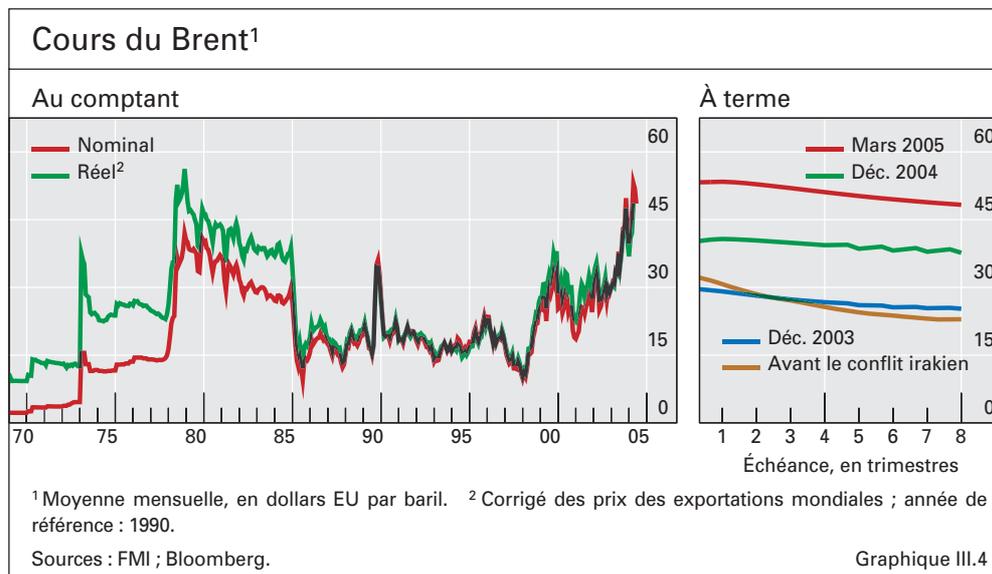
politiques d'intervention devraient peut-être être réexaminées. Le coût croissant de la détention des réserves n'est pas sans incidence budgétaire et peut même entraîner des pertes en cas d'appréciation irrésistible de la monnaie. Des doutes quant à la capacité de poursuivre ces interventions massives pourraient provoquer des afflux importants de capitaux spéculatifs. En Inde, les apports étrangers sur le marché boursier se sont nettement intensifiés en fin d'année. Simultanément, en Corée, les anticipations d'une appréciation de la monnaie semblent avoir incité les résidents à rapatrier leurs capitaux.

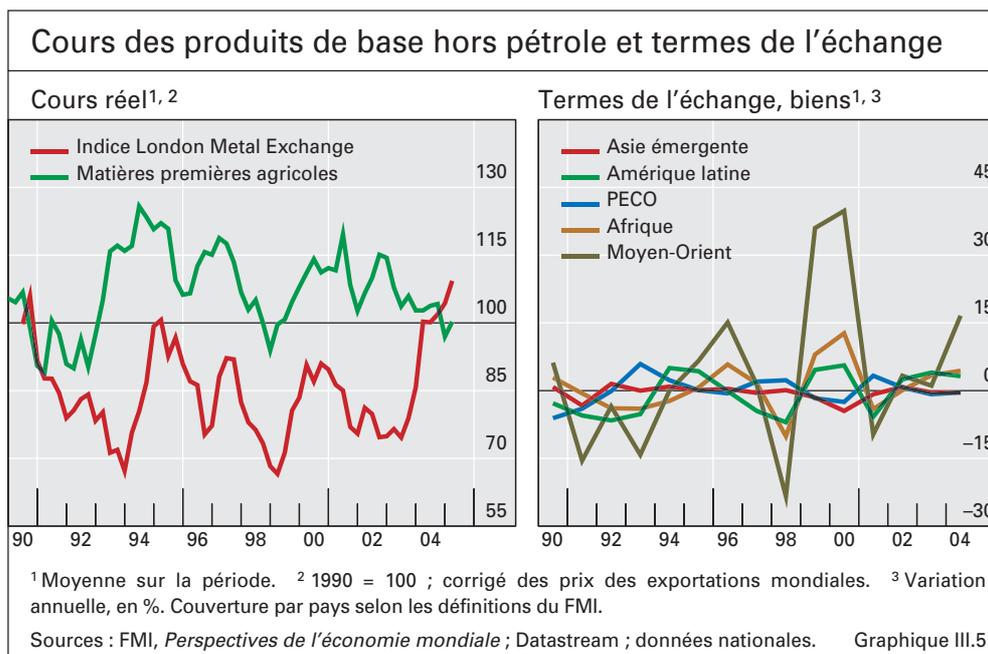
Renchérissement des produits de base : causes et effets

L'évolution des cours des produits de base a exercé une influence importante sur les économies émergentes. Depuis le début de 2002, les cours pétroliers, mesurés en dollars EU, ont grimpé de 150 %. La hausse, particulièrement marquée l'an dernier, a poussé les cours de record en record, avant un repli à la mi-mars 2005 (graphique III.4). Malgré tout, en termes réels, ils demeurent inférieurs aux niveaux observés lors du deuxième choc pétrolier de 1979 ; ceux des métaux ont également fortement rebondi après leur creux de la fin des années 90, sans toutefois dépasser leurs valeurs du début de 1990 (graphique III.5, cadre de gauche). Le renchérissement des principaux intrants industriels tels que le cuivre, le plomb et le charbon, qui était modéré en 2003, s'accélère depuis le début de 2004.

L'évolution des cours des produits de base a plusieurs origines communes. Le puissant essor de l'industrie manufacturière dans le monde a stimulé la demande de matières premières et, compte tenu de la faible élasticité de l'offre à court terme, a provoqué leur renchérissement. L'un des éléments clés est la dépendance accrue de la croissance mondiale envers certaines économies d'Asie fortes consommatrices de pétrole. La hausse de la demande globale de pétrole est passée de moins de 1 % en 2002 à 3 1/2 % en

L'explosion de la demande de pétrole...





2004. À elle seule, la Chine a représenté environ un tiers de la progression de 2004, et les autres économies d'Asie 17 %.

...et le resserrement de l'offre...

Dans le même temps, en dépit de l'augmentation de la production hors OPEP, l'offre mondiale s'est progressivement resserrée, reflet d'une longue période de sous-investissement. La capacité excédentaire de l'OPEP (à l'exclusion de l'Irak) est tombée à de très bas niveaux ces derniers mois – entre 1 et 2 millions de barils par jour, soit environ 2 % de l'offre mondiale. Ces conditions ont amplifié la réaction des cours pétroliers à des facteurs défavorables récents, tels que l'incertitude croissante entourant les livraisons en provenance du Moyen-Orient et les dysfonctionnements récurrents dans la production hors OPEP. Des difficultés temporaires de capacités de raffinage ont également contribué à élargir les écarts de prix : la différence entre le Brent (brut léger) et le Dubaï (brut lourd de référence) est passée de moins de \$3 le baril en 2003 à environ \$14 à la mi-octobre 2004, avant de bien retomber ces derniers mois.

...pourraient modifier l'évolution future des cours

En outre, les anticipations tablant sur des cours pétroliers élevés à moyen terme ont eu une incidence majeure. Par exemple, au début du cycle, lorsque les cours au comptant sont fortement montés, les cotations à terme ont augmenté moins rapidement ou ont même baissé, car le choc était estimé temporaire. En février 2003, le Brent comptant excédait de 27 % le terme 1 an. Par contre, ces derniers mois, le comptant et le terme ont eu tendance à évoluer en parallèle. La progression des cotations à terme sur l'ensemble des échéances depuis le début de 2003 (graphique III.4, cadre de droite) semble annoncer que les cours pétroliers s'orienteront à la hausse.

Le bas niveau actuel des taux d'intérêt réels a constitué un autre facteur d'influence. Face à des rendements d'actifs financiers faibles ou en diminution, ainsi qu'à la majoration de la prime de rareté du pétrole, certains spéculateurs se sont tournés vers les produits de base. Le fait d'avoir davantage recours à ces produits pour se couvrir contre une dépréciation du dollar peut aussi avoir accentué cette tendance, comme l'illustre la forte progression récente des

positions à terme sur pétrole prises par cette catégorie d'investisseurs. Entre janvier 2002 et mars 2005, les positions longues sur le New York Mercantile Exchange – principal segment du marché pétrolier à terme – ont plus que triplé ; or, durant la même période, la part des investisseurs non commerciaux est passée d'environ un quart à deux cinquièmes (chapitre VI).

L'envolée des cours des produits de base a nettement amélioré les termes de l'échange de la plupart des pays qui en exportent (graphique III.5, cadre de droite). L'an dernier, le surcroît de recettes dû à l'augmentation des cours pétroliers aurait dépassé 8 % du PIB pour les pays exportateurs. Des gains importants ont également été réalisés par les grands exportateurs d'autres produits de base, comme le Brésil, le Chili (+80 % pour les recettes tirées du cuivre), ainsi que plusieurs pays d'Afrique.

Amélioration des termes de l'échange des exportateurs...

Les pays exportateurs de pétrole ont eu du mal par le passé à gérer leur manne financière, tout particulièrement en 1979 lors du deuxième choc pétrolier. Souvent considérées comme permanentes, ces recettes ont ainsi conduit à des augmentations structurelles des dépenses publiques. Lorsqu'elles se sont révélées temporaires, elles ont fait apparaître des déséquilibres sous-jacents, qui se sont trouvés amplifiés par une monnaie forte et une compétitivité affaiblie. L'effondrement ultérieur des cours pétroliers dans les années 80 avait alors été source de problèmes pour nombre de pays.

Dans le cycle actuel, ce surcroît de recettes semble avoir été mieux géré. De nombreux pays se sont dotés de procédures (telles que fonds de stabilisation des produits de base) et de règles budgétaires spécifiques pour faire face à la volatilité des rentrées financières. Ainsi, l'an dernier, le Mexique a transféré \$1 milliard de revenus pétroliers excédentaires à un fonds de stabilisation pétrolier créé en 2000 et a affecté un autre montant substantiel à des investissements d'infrastructure, y compris dans le secteur pétrolier. En Algérie, l'encours du fonds de stabilisation pétrolier, constitué début 2000, a fortement augmenté, en termes de PIB, en décembre 2004. La Russie est également pourvue d'une telle structure depuis l'an passé. Par ailleurs, une large part des recettes pétrolières a été affectée au remboursement de la dette. Depuis 2002, l'Arabie Saoudite a réduit de 32 points de pourcentage son ratio dette publique/PIB. Les remboursements ont été également significatifs en Algérie et en Russie. Enfin, dans la mesure où les apports aux fonds de stabilisation ont été investis à l'étranger ou ont servi à des remboursements, ils peuvent avoir modéré à court terme l'appréciation de la monnaie.

...mieux gérée qu'auparavant, toutefois

Cependant, une forte demande à l'échelle mondiale, conjuguée à une envolée généralisée des cours des produits de base, risquerait d'entraîner une augmentation des capacités de production qui pourrait se révéler non rentable. Si le rattrapage de l'offre se produit au moment où la demande fléchit, les cours pourraient se replier brutalement, comme l'expérience l'a montré. L'interdépendance croissante avec les marchés financiers en accentuerait encore la volatilité. Ces considérations expliqueraient en partie la modération des investissements dans ce secteur en dépit des gains accrus.

Pour les pays importateurs, l'augmentation des cours pétroliers avive l'inflation et pèse sur la demande globale ; or, l'Asie est très dépendante du pétrole, pour sa production notamment (tableau III.3). Selon des estimations

L'augmentation des cours pétroliers...

Pétrole : importations nettes et consommation						
	Importations nettes ¹			Consommation ²		
	1995	2000	2003	1995	2000	2003
Asie	1,1	2,2	2,2	0,15	0,15	0,14 ³
Chine	0,2	1,3	1,5	0,18	0,17	0,15
Corée	2,4	4,2	3,8	0,14	0,12	0,11
Inde	1,9	3,1	2,8	0,16	0,16	0,15 ³
Autres ⁴	0,6	1,5	1,9	0,14	0,15	0,15 ³
Amérique latine ⁵	-1,2	-2,1	-2,4	0,12	0,12	0,12 ³
Europe centrale ⁶	1,5	2,0	1,4	0,10	0,09	0,08 ³
G 7	0,5	0,9	0,9	0,06	0,05	0,05

¹ Pétrole, dérivés du pétrole et produits connexes (nomenclature CTIC Rév. 3) ; en % du PIB nominal. Un chiffre négatif indique des exportations nettes. ² Barils par unité de PIB, aux cours du pétrole et du dollar EU de 1995. ³ 2002. ⁴ Hong-Kong RAS, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour et Thaïlande. ⁵ Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. ⁶ Hongrie, Pologne et République tchèque.

Sources : Nations Unies, base de données relatives au commerce des produits de base (Comtrade) ; OMC ; US Energy Information Administration ; données nationales. Tableau III.3

de l'Agence internationale de l'énergie, une hausse durable de \$10 le baril réduirait de près de 1 point de pourcentage en un an la croissance du PIB de l'Asie et pourrait accroître l'inflation de 1½ point.

...a un impact réduit

Jusqu'à présent, le renchérissement du pétrole ne semble guère avoir eu d'impact majeur sur les économies émergentes importatrices. La vigueur de la demande mondiale et la hausse généralisée des prix des exportations asiatiques en ont partiellement neutralisé les effets défavorables sur les termes de l'échange. Ainsi, alors qu'ils avaient fléchi de 1 % environ en 2000-02, les prix des exportations des économies en développement d'Asie ont fait un bond de plus de 7 % ces deux dernières années.

L'inflation est relativement basse...

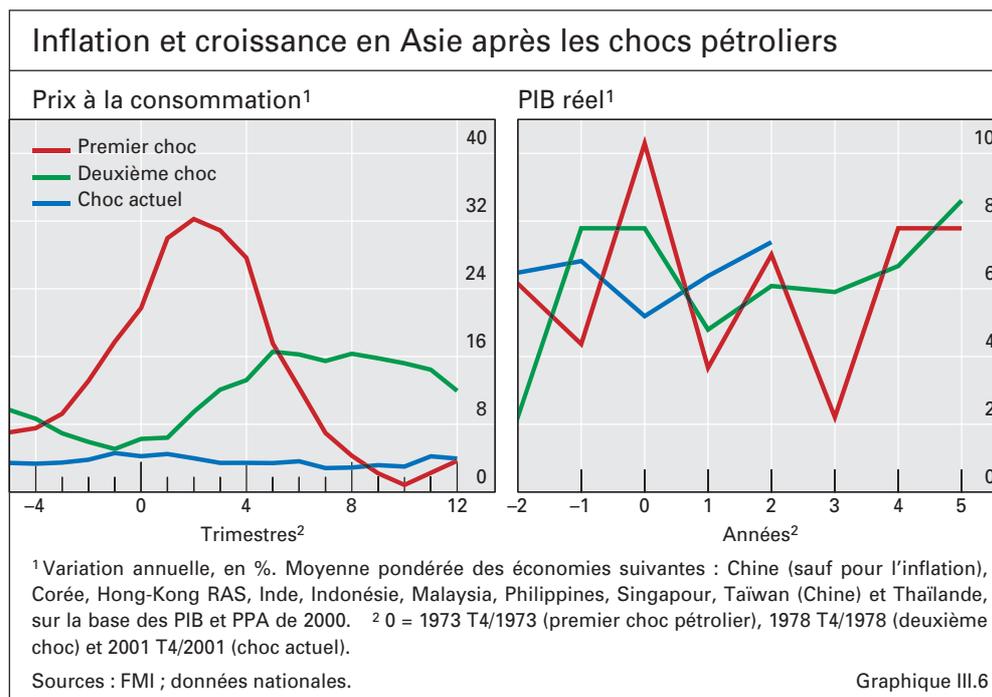
Une telle évolution aurait dû, en fait, accélérer l'inflation intérieure. Bien qu'on observe une augmentation de l'indice général des prix, surtout en Inde et aux Philippines, l'impact est demeuré assez limité, dans l'ensemble. Ce constat tranche nettement avec ce qui s'est passé lors des chocs pétroliers de 1973 et de 1979, quand des tensions inflationnistes avaient affecté l'ensemble du continent asiatique (graphique III.6).

...en raison d'une conjoncture différente...

Plusieurs explications peuvent être avancées. Premièrement, les caractéristiques conjoncturelles sont différentes. Lors des chocs antérieurs, l'accélération de l'inflation avait précédé la hausse des cours du pétrole : l'impact sur l'offre accompagnait donc une inflation bien plus élevée. Dans le contexte actuel, au contraire, l'augmentation des cours pétroliers a succédé à plusieurs années de basse inflation et d'anticipations mieux maîtrisées, ce qui a limité les effets induits (infra).

...et de larges subventions pétrolières en Asie

Deuxièmement, plusieurs économies d'Asie qui appliquent des prix administrés pour les produits pétroliers ne les ont pas relevés, ce qui est revenu à accorder directement des subventions : celles-ci sont demeurées élevées, l'an dernier, en Inde, Indonésie, Malaysia et Thaïlande. Certains pays ont également réduit les taxes sur les importations et les ventes de pétrole, afin de compenser en partie la montée des prix mondiaux. Ces politiques ont eu inévitablement pour effet d'affaiblir les positions budgétaires, de



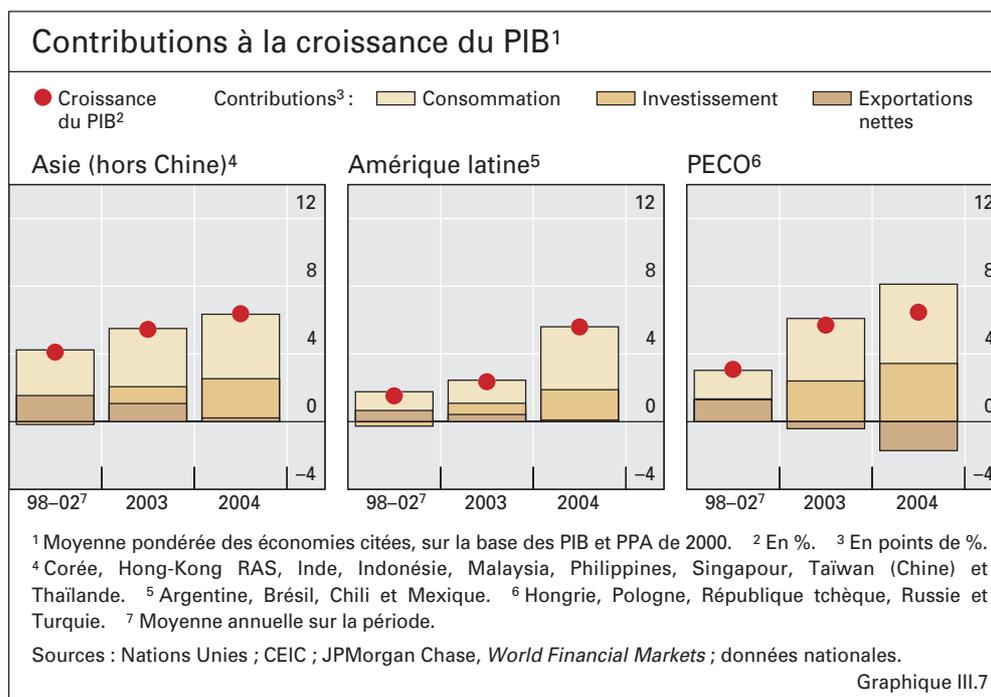
contrecarrer les efforts de réduction de la consommation de pétrole et, partant, d'accroître la dépendance à son égard. C'est pourquoi de nombreuses économies asiatiques commencent depuis peu à répercuter l'augmentation des cours pétroliers sur les consommateurs. Troisièmement, dans certains pays à régime de change souple, l'appréciation de la monnaie vis-à-vis du dollar a pu contribuer à limiter l'incidence directe du renchérissement.

Facteurs de résistance aux chocs extérieurs

Les autorités doivent souvent composer avec une structure budgétaire encore fragile, la mise en œuvre d'un cadre plus formalisé de politique monétaire et une plus grande sensibilité aux chocs financiers extérieurs. Pourtant, plusieurs évolutions des deux dernières années pourraient avoir rendu les économies émergentes plus résistantes à ces chocs.

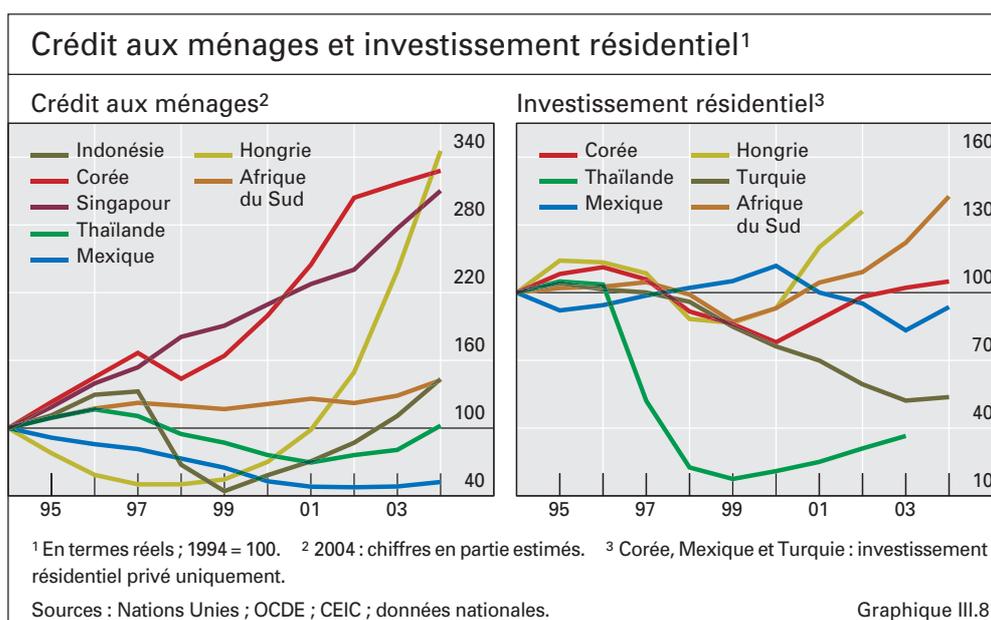
Premièrement, la demande intérieure joue depuis deux ans un rôle bien plus important (graphique III.7), ce qui pourrait amortir les effets d'une chute de la demande globale, et elle pourrait se trouver renforcée par les réformes structurelles visant à stimuler l'investissement privé. En Asie, la croissance fait suite à une période de restructuration des entreprises, caractérisée par une réduction de l'endettement et une augmentation de la rentabilité. En Corée, par exemple, le ratio dette/fonds propres du secteur manufacturier est revenu de près de 400 %, fin 1997, à quelque 100 %, fin mars 2004. En Inde, l'essor des bénéfices a alimenté la dépense des entreprises. En Amérique latine, d'importantes réformes structurelles ont contribué à améliorer la confiance des investisseurs. Ainsi, au Chili et au Mexique, les dépenses d'équipement ont été soutenues par des gains de productivité substantiels. En Europe centrale et orientale, la convergence vers l'Union européenne a amplifié les afflux de capitaux et favorisé l'investissement étranger dans la région.

Influence du renforcement des bilans des entreprises...



...et des dépenses des ménages

Deuxièmement, les ménages ont tenu une place plus importante dans la demande intérieure que lors des cycles précédents. Dans bien des pays où le parc immobilier était inadéquat, on a observé une forte progression de l'investissement résidentiel (graphique III.8) ainsi que des achats de biens durables. Si la faiblesse des taux hypothécaires et du crédit à la consommation était attrayante pour les ménages, les banques ont aussi été davantage disposées à leur accorder des prêts, les crises asiatiques ayant négativement affecté les résultats des entreprises. D'autres facteurs ont également joué, notamment la libéralisation du marché du crédit et l'intensification de la concurrence dans l'offre de services bancaires aux particuliers, sous l'impulsion des banques étrangères, bien souvent.



Dans les pays où le ratio endettement/revenu des ménages demeure faible et où le système bancaire est capable de gérer les nouveaux types de risques inhérents aux cartes de crédit et à l'immobilier, les établissements pourraient, sans difficulté, encore accroître leurs prêts aux particuliers. Dans de nombreux pays, la demande de logements et de biens de consommation semble alimentée par l'augmentation structurelle du revenu des ménages et l'essor de l'urbanisation ainsi que par une prise de conscience que l'accession à la propriété est devenue possible. En Inde, par exemple, cette tendance a bénéficié du développement des classes moyennes. Certains crédits aux ménages sont en fait octroyés à de petits entrepreneurs, ce qui traduit sans doute la place grandissante des services. Un autre élément particulièrement important a joué en Amérique latine : le recul récent de la volatilité des taux d'intérêt, qui freinait l'expansion du crédit hypothécaire.

La vigueur de la demande des ménages est en partie structurelle...

Il convient toutefois de ne pas mésestimer certains risques, à commencer par celui d'un surendettement possible des ménages. Comme le montre l'expérience de la Corée, une forte élévation de leur ratio endettement/revenu pourrait compromettre leurs dépenses futures ; d'ailleurs, une correction a ramené ce ratio d'environ 64 %, au sommet de la bulle des cartes de crédit en 2002, à 60 % fin 2004. Après plusieurs trimestres de repli, la consommation privée ne s'est accrue que vers la fin de 2004. Un autre risque réside dans la possibilité que l'expansion rapide du crédit aux ménages conduise à une surchauffe de l'immobilier. En Thaïlande, par exemple, les prix de l'immobilier augmentent rapidement depuis 2003. En Chine, au premier trimestre 2005, la hausse avoisinait 20 % par an à Shanghai et 10 % dans l'ensemble du pays. Un recul de ces prix pourrait affecter le système financier (infra).

...mais comporte un risque de surendettement

Le troisième développement a été l'accroissement de l'exposition envers la Chine. L'excédent commercial des principales économies émergentes avec ce pays s'est chiffré à \$30 milliards l'an dernier, contre quelque \$7 milliards en 2000. Pour des raisons de proximité et de complémentarité, l'impact a été ressenti surtout en Asie, mais les répercussions sur l'Amérique latine ont aussi été importantes. En outre, la Chine a contribué à l'amélioration des termes de l'échange de la plupart des exportateurs de produits de base.

Exposition accrue envers la Chine

La présence accrue de la Chine sur certains marchés d'exportations pourrait, cependant, être une source de nouveaux défis pour les autres économies émergentes. Dans le textile, la Chine a largement augmenté ses exportations depuis l'abolition des quotas, début 2005 ; en outre, comme elles bénéficient d'avantages en termes de coûts et de productivité, la Chine et l'Inde devraient renforcer leur présence, contraignant ainsi les autres exportateurs à s'ajuster.

Des finances publiques moins vulnérables ?

L'an dernier, le ratio déficit budgétaire/PIB a baissé dans plusieurs économies émergentes (tableau III.4). En Asie, par exemple, le niveau moyen des déficits a diminué par rapport à leurs valeurs élevées de 2001 et 2002, quand de nombreux pays avaient adopté des mesures de relance pour stimuler la demande intérieure. Néanmoins, les déséquilibres restent marqués en Inde et aux Philippines, et les ratios endettement/PIB se sont accrus dans certains

Solde budgétaire, dette publique et dette extérieure ¹								
En % du PIB								
	Solde budgétaire			Dette publique			Dette extérieure totale	
	2002	2003	2004	1997	2000	2004	2000	2004
Asie ²	-4,4	-4,1	-3,5	26	41	43	27	21
Chine	-3,0	-2,5	-1,5	11	22	25	14	14
Inde ³	-9,5	-9,4	-9,1	59	66	78	25	19
Autres ^{2, 4}	-1,8	-2,0	-1,8	25	55	45	58	41
Amérique latine ^{2, 5}	-2,8	-2,5	-0,9	37	45	59	37	43
Argentine	-1,5	0,5	2,7	35	46	121	55	111
Brésil	-4,6	-5,1	-2,7	34	49	52	36	34
Mexique	-1,2	-0,6	-0,4	47	42	44	26	21
Europe centrale ^{2, 6}	-5,2	-6,5	-4,3	40	36	45	45	42
Afrique du Sud	-0,7	-2,5	-2,1	49	44	38	28	19
Russie	1,3	1,5	3,0	54	56	20	67	36
Turquie	-12,6	-8,8	-3,9	53	57	81	60	53

¹ Les définitions diffèrent selon les pays. Certains chiffres pour 2004 correspondent à des estimations ou des projections.
² Moyenne pondérée des économies citées, sur la base des PIB et PPA de 2000. ³ Dette publique : administrations centrales et États fédérés ; année budgétaire commençant en avril. ⁴ Corée, Indonésie, Malaysia, Philippines et Thaïlande. ⁵ Argentine, Brésil, Chili, Mexique et Pérou. ⁶ Hongrie, Pologne et (sauf pour la dette extérieure) République tchèque.

Sources : Banque asiatique de développement ; Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes (CEPALC) ; Commission européenne, *Economic Forecasts* ; FMI ; Institute of International Finance (IIF) ; JPMorgan Chase, *Emerging Markets Debt and Fiscal Indicators* ; Moody's ; données nationales.

Tableau III.4

cas. En Chine, malgré un mieux, les ratios traditionnels ne reflètent pas les importants passifs éventuels liés au coût effectif et potentiel de la restructuration du secteur bancaire (infra).

Faiblesse des déficits budgétaires en Amérique latine

Une amélioration significative des soldes budgétaires a été observée récemment en Amérique latine – en particulier dans les pays dépendant des marchés financiers mondiaux. En Argentine, l'excédent primaire du gouvernement fédéral s'est accru, passant d'un peu plus de 2 % du PIB en 2003 à 4 % en 2004, au-delà donc de l'objectif de 2½ % convenu avec le FMI. En janvier 2005, les pouvoirs publics ont relancé le programme de restructuration de la dette qu'ils avaient annoncé l'an dernier. S'il est mené à bien, ses retombées budgétaires seront substantielles à moyen et long terme. De même, le Brésil, dont l'excédent primaire a dépassé 4½ %, a enregistré en 2004 une baisse du ratio de sa dette publique nette, la première en dix ans. Le ratio a également diminué au Chili, au Mexique et au Pérou, qui ont soit renforcé leur excédent primaire, soit utilisé une partie des recettes engendrées par le renchérissement des produits de base pour réduire leur dette.

Meilleure composition de la dette

Dans plusieurs cas, la composition de la dette s'est également améliorée. D'abord, le recours à l'emprunt intérieur s'est développé dans les pays à structure budgétaire fragile. Au Brésil et au Mexique, par exemple, la part de la composante interne dans l'encours total de la dette publique s'est étoffée de quelque 5 points de pourcentage l'an dernier. Ensuite, la part du court terme dans la dette intérieure totale a baissé dans certains pays, ce qui a réduit le risque de refinancement. Enfin, plusieurs autorités budgétaires ont pu diminuer leur exposition au risque de change. Ainsi, au Brésil, la proportion

des obligations indexées sur le dollar dans la dette intérieure totale a été ramenée de 37 %, fin 2002, à 10 %, fin 2004.

De même, la situation budgétaire s'est nettement améliorée en Turquie depuis la crise de 2001. L'excédent primaire consolidé du secteur public a atteint 6½ % du PIB l'an dernier et les autorités ont réduit de 36 %, fin 2001, à 18 %, fin 2004, la part des titres exposés au risque de change dans leur endettement intérieur. L'amélioration de sa position budgétaire a permis au pays de conclure un nouvel accord de confirmation avec le FMI en mai 2005.

À l'inverse, en Europe centrale, les déséquilibres budgétaires demeurent élevés. L'an passé, la Hongrie a ramené son déficit à 4½ % du PIB, contre plus de 7 % en 2002–03. Le déficit de la Pologne pour 2004 a été inférieur à la projection d'origine, grâce à une croissance économique rapide, mais il reste important.

En Afrique, les soldes budgétaires se sont généralement améliorés, en raison d'une croissance plus soutenue et d'un renchérissement des produits de base ainsi que des efforts consentis pour renforcer la gestion des finances publiques. Avec l'augmentation des dépenses d'infrastructure et dans le domaine social, l'Afrique du Sud a mené une politique budgétaire expansionniste.

Une raison de se montrer optimiste au sujet de la pérennité de ces récentes améliorations tient au fait que des lois de discipline budgétaire ont, dans certains cas, été mises en œuvre. Un exemple notable est celui du Chili, qui a instauré en 2000 une règle d'excédent budgétaire structurel de 1 % du PIB, respectée aussi bien en période de ralentissement conjoncturel que de reprise. Avec l'augmentation des recettes tirées du cuivre, l'excédent est monté à plus de 2 % du PIB l'an passé. Au Brésil, la loi de responsabilité budgétaire de 2000 a eu un effet analogue en fixant un objectif d'excédent primaire à chaque échelon des pouvoirs publics et en interdisant les programmes de dépenses non financés à caractère permanent, protégeant ainsi les engagements budgétaires des échéances électorales. Cette loi a probablement renforcé la confiance des investisseurs et réduit l'importante prime de risque que le pays devait acquitter sur sa dette en devises. Des lois similaires ont été adoptées dernièrement par la Colombie, l'Inde et le Pérou, notamment.

Cet optimisme doit toutefois être tempéré. Les conditions économiques de ces deux dernières années ont été très favorables aux autorités budgétaires. Tandis qu'une vigoureuse croissance a stimulé les recettes fiscales, la faiblesse des taux d'intérêt nationaux et étrangers, conjuguée à l'appréciation des monnaies, a nettement allégé les coûts du service de la dette. Pourtant, les niveaux d'endettement sont souvent encore trop élevés. Pour certains pays, la forte proportion de la dette à taux variable ou à court terme dans l'endettement intérieur total pourrait être source de risques importants quand l'assouplissement monétaire actuel prendra fin. Au Brésil et en Turquie, par exemple, la dette à taux variable représentait, fin 2004, respectivement 50 % et 40 % environ de la dette totale. En Asie, vu le coût substantiel des subventions aux produits pétroliers, les soldes budgétaires restent particulièrement vulnérables au renchérissement du pétrole.

Ces améliorations budgétaires peuvent-elles durer ?

Stabilisation de l'inflation ?

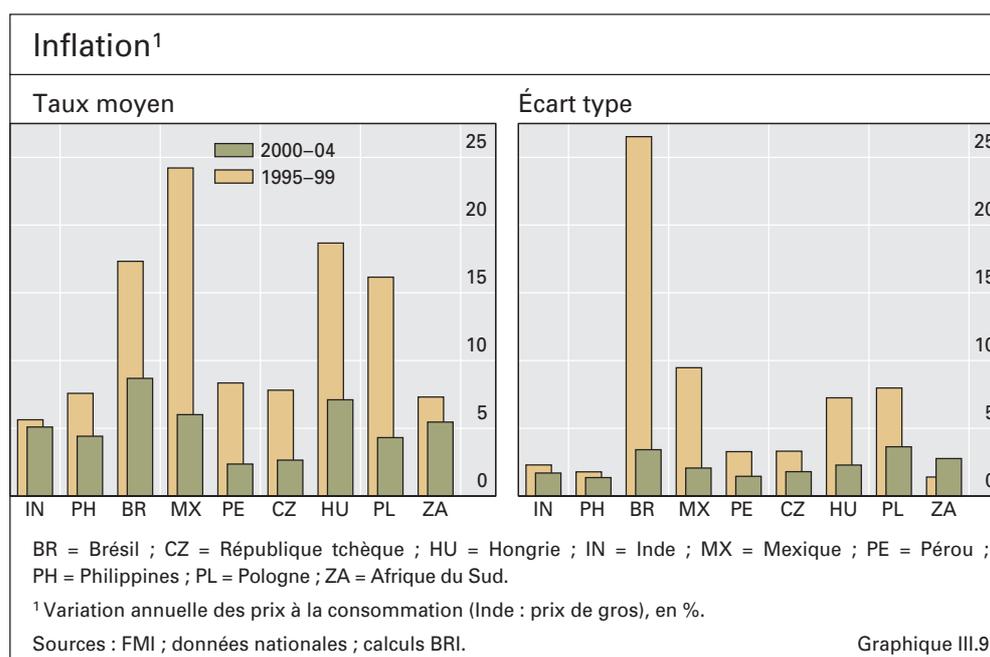
Le taux moyen d'inflation dans les économies émergentes a fléchi, revenant de 13 % dans la seconde moitié de la décennie 90 à 5 1/2 % en 2000–04. Les reculs les plus remarquables ont eu lieu dans des pays ayant affiché une inflation modérée, voire forte (graphique III.9). Dans le même temps, la volatilité de l'inflation a, le plus souvent, nettement diminué. Dans la mesure où la hausse des prix apparaît maîtrisée, cela pourrait renforcer la confiance des investisseurs et réduire les primes de risque. Dans ce contexte, les banques centrales devraient disposer d'une plus grande souplesse face aux chocs de l'économie réelle, y compris ceux provenant des prix relatifs.

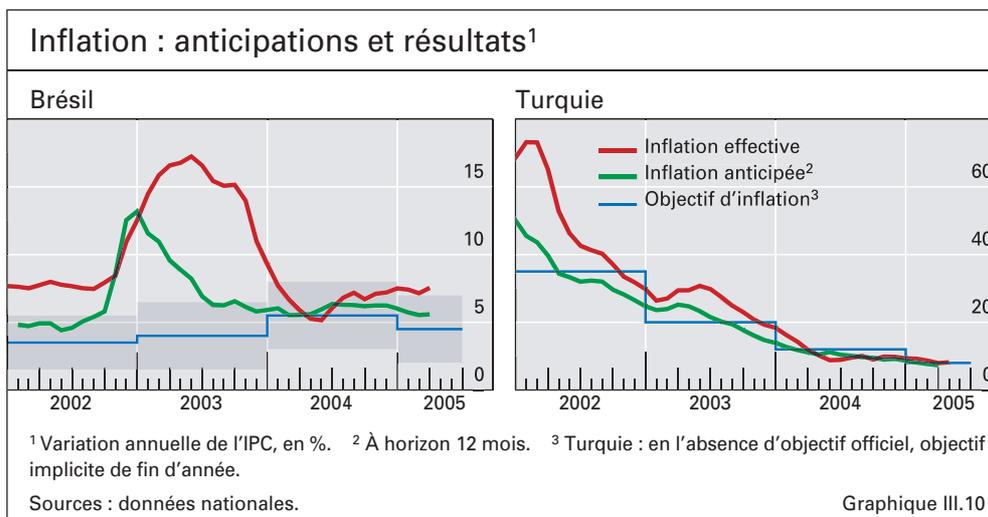
Nouveaux régimes monétaires favorables à une faible inflation

Comme le montre le chapitre II, l'inflation est revenue à de bas niveaux, sous l'effet de diverses tendances de fond : perméabilité accrue des marchés à la concurrence ; répercussions atténuées des variations de change et des cours des produits de base sur la consommation finale ; gains de productivité significatifs dans certains cas. En toute logique, l'inflation sous-jacente est restée faible dans maintes économies émergentes (graphique II.4). Toutefois, le recul de l'inflation traduit également la maturation des nouveaux cadres de politique monétaire à objectif explicite d'inflation ou axés sur la maîtrise de l'inflation. Dans les douze plus grandes économies émergentes à objectif explicite d'inflation, le taux moyen a été ramené à 5 %, contre 11 % les trois années antérieures.

Des banques centrales plus crédibles

Dans plusieurs cas, l'assainissement des politiques monétaire et budgétaire paraît s'être traduit par une plus grande crédibilité des autorités et par des anticipations d'inflation ancrées à la baisse. Ainsi, ces dernières années, les taux à long terme se sont généralement stabilisés, particulièrement en Amérique latine. De surcroît, les anticipations d'inflation semblent s'être nettement modérées dans des pays où elles avaient été élevées et volatiles. Au Brésil, par exemple, les effets conjugués des politiques budgétaire et monétaire ont réduit l'inflation, après le dépassement de l'objectif en 2002. En outre, le





secteur privé a été très réactif, en révisant radicalement en baisse ses prévisions d'inflation (graphique III.10). Un phénomène analogue s'est produit en Turquie, où l'inflation réelle et anticipée s'est stabilisée au-dessous de 10 % ces derniers mois. Néanmoins, dans les deux cas, les taux d'intérêt réels demeurent élevés, ce qui laisse penser que la crainte de l'inflation n'a pas totalement disparu, même si le niveau moyen des anticipations est bien plus faible.

Une position extérieure moins vulnérable ?

Les excédents de paiements courants et les réserves de change des économies émergentes se sont accrus, grâce notamment à des politiques macroéconomiques plus responsables et stables. Les ratios endettement extérieur/PIB ont également diminué (tableau III.4) ainsi que ceux du service de la dette. Le Chili, par exemple, a utilisé ses réserves pour rembourser sa dette interne à court terme en devises, pendant que la Russie les a en partie affectées au règlement de ses emprunts auprès du FMI. Des progrès de cette nature se sont traduits par une série de rehaussements de notations souveraines au second semestre 2004.

Le principal point faible réside peut-être dans la possibilité d'un retournement du cycle international de crédit, susceptible de provoquer simultanément une détérioration des termes de l'échange et une augmentation des primes de risque. Une deuxième préoccupation tient à l'importance de l'endettement extérieur à court terme dans certains cas. En 2004, il avoisinait 11 % du total pour l'Asie et 13 % pour l'Amérique latine (soit respectivement 3 % et 6 % du PIB). Diverses explications peuvent être avancées : les difficultés d'accès des émetteurs du secteur privé au crédit extérieur à long terme et l'avantage apparent de l'endettement à court terme. De surcroît, certains gouvernements semblent avoir misé davantage sur l'accumulation de réserves de change que sur un allongement des échéances pour réduire la vulnérabilité de la dette extérieure.

L'accroissement des réserves a été particulièrement marqué, en Asie comme ailleurs. Les coûts de financement ont été réduits par la relative faiblesse des taux d'intérêt intérieurs. Au Brésil, la banque centrale a accumulé

Possibilité de retournement du cycle de crédit

Risques associés aux réserves

des réserves de change avant la décision du gouvernement de mettre un terme au programme du FMI, en mars 2005. Dans de nombreux cas, cependant, les réserves de change dépassent à présent les niveaux jugés adéquats. Fin 2004, par exemple, le ratio réserves brutes/endettement extérieur à court terme était presque partout bien supérieur au seuil conventionnel de 1. Face à cette situation, et conscient du coût d'opportunité des réserves, le Mexique a cherché à en limiter la croissance en vendant automatiquement la partie excédant un certain seuil.

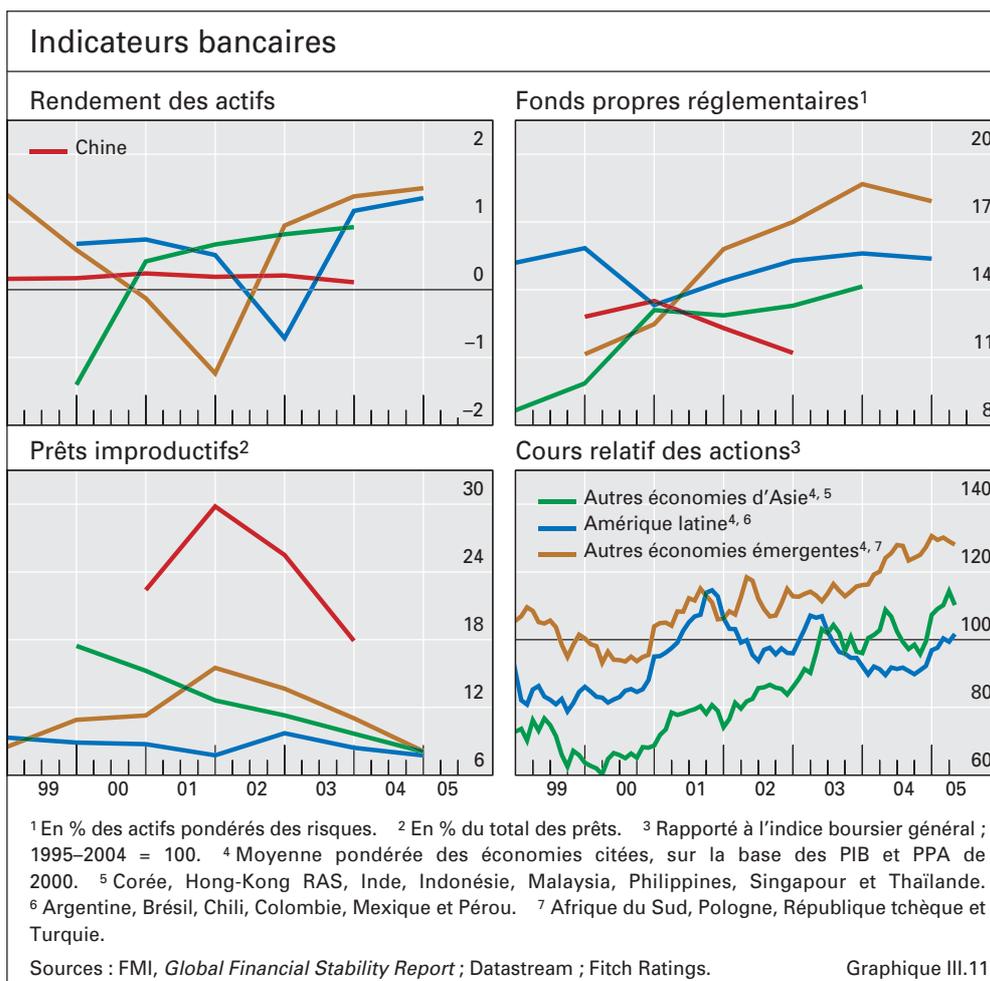
Les systèmes bancaires sont-ils plus solides ?

De meilleurs
résultats...

Les perspectives à moyen terme des économies émergentes se sont améliorées grâce à une hausse sensible et généralisée des résultats des banques. Premièrement, la rentabilité, mesurée par les rendements sur actifs (graphique III.11, cadre supérieur gauche), a eu tendance à s'accroître, surtout en 2004, année de bénéfiques records dans plusieurs pays. Des facteurs conjoncturels, tels qu'une forte croissance et de faibles taux d'intérêt dans le monde, ont certainement joué un rôle. En Inde, par exemple, la vigueur de la demande et la reprise de l'activité industrielle ont entraîné une augmentation des prêts et des revenus d'intérêts correspondants, tandis que la baisse des taux longs, de 2001 à 2004, a permis aux banques de réaliser des profits sur ventes de titres d'État. En outre, plusieurs systèmes financiers sont en passe de surmonter des difficultés initiales. En Corée, par exemple, les établissements ont multiplié leurs résultats par cinq en 2004, avec l'atténuation des problèmes liés aux crédits aux particuliers.

...des bilans
plus solides...

Deuxièmement, les banques ont amélioré la qualité de leurs bilans. Leurs ratios de fonds propres réglementaires se sont souvent renforcés (graphique III.11, cadre supérieur droit), comme au Brésil ces dernières années, où ils se sont établis en moyenne à 18,3 % en 2004, bien au-delà du minimum requis (11 %). Leur niveau avoisinait 12 % en Corée et en Thaïlande et dépassait 20 % en Turquie. Il arrive que l'élévation des ratios reflète une recapitalisation du système bancaire soit par les pouvoirs publics, après les crises de la fin des années 90, soit par l'investissement direct étranger. Cependant, la progression de la rentabilité, parfois associée à une contraction notable des prêts improductifs, a également joué un rôle important. La réduction de ce type de prêts a été particulièrement prononcée en Asie (graphique III.11, cadre inférieur gauche), même si leur volume reste problématique aux Philippines, en Thaïlande et en Chine (infra). Bien que les chiffres traduisent manifestement des améliorations, il convient de les interpréter avec prudence. En effet, l'augmentation des ratios de fonds propres peut n'être due, dans certains cas, qu'à une diminution temporaire des actifs pondérés des risques, car une baisse de la volatilité des prix des actifs bancaires dans l'environnement financier relativement favorable peut conduire à sous-estimer les risques de marché. Ces ratios peuvent donc de nouveau fléchir si la volatilité s'accroît. D'autres questions sur la mesure de l'adéquation des fonds propres dans les économies émergentes sont examinées ci-après.



L'amélioration des résultats des banques a eu des répercussions positives sur le sentiment des marchés. Comme le montre le graphique III.11 (cadre inférieur droit), le ratio de l'indice des actions bancaires par rapport à l'indice large a eu tendance à augmenter, ces dernières années, ou n'a pas varié dans la plupart des grandes régions, même lorsque les cours des actions ont généralement monté. Dans les économies d'Asie, à l'exception de la Chine, les actions des banques se sont fort bien comportées en moyenne, avec cependant des différences marquées d'un pays à l'autre. En Inde, l'indice relatif a plus que doublé depuis 2000, mais il n'a pas bougé en Indonésie. Il s'est même affaibli en Corée et à Singapour et a chuté aux Philippines et en Thaïlande. En Amérique latine, il a fait mieux au Mexique que la moyenne de la région (inchangée). Enfin, il a augmenté dans l'ensemble en Europe centrale ainsi qu'en Turquie et en Afrique du Sud, mais a fortement baissé en Russie depuis la crise de 1998.

Un indice largement utilisé, qui mesure la capacité de résistance sous-jacente des systèmes bancaires en évaluant la probabilité qu'un établissement financier nécessite un apport financier externe, justifie moins l'optimisme. En règle générale, cet indice n'a pas varié ou s'est juste amélioré ces dernières années, ce qui laisse penser que les bons résultats comptables des banques sont dus en partie à des facteurs conjoncturels. Les récents relèvements, en particulier, de la notation de la dette extérieure des banques dans les

...des marchés plus positifs...

...mais une amélioration incertaine de la solidité financière

économies émergentes ne traduisent pas uniquement l'amélioration des données bancaires fondamentales, mais également la capacité accrue des pouvoirs publics à soutenir le secteur financier, comme en témoignent les rehaussements de notes souveraines.

Banques chinoises :
évaluation difficile

La situation des banques en Chine est difficile à évaluer. D'un côté, les données disponibles suggèrent une baisse de rentabilité des actifs et une diminution des fonds propres réglementaires ces dernières années, mais, de l'autre, un net recul des prêts improductifs. La Chine a investi massivement afin de recapitaliser les banques et de régler les problèmes liés à ces prêts. En 1998, le gouvernement a émis pour 270 milliards de yuans (soit quelque \$32,5 milliards) de bons du Trésor spéciaux pour ces recapitalisations et a créé, l'année suivante, des sociétés de gestion d'actifs pour reprendre 1 000 milliards de yuans de prêts improductifs. Depuis 2003, l'État a prélevé \$60 milliards sur les réserves de change pour recapitaliser les grandes banques, ce qui s'est accompagné d'annulations de créances.

Si la proportion des prêts improductifs a diminué ces dernières années, c'est peut-être aussi en raison d'une expansion rapide du crédit. Cependant, si la qualité de crédit des nouveaux prêts se révélait médiocre, cette tendance pourrait s'inverser. Cela dépendra pour beaucoup de l'utilisation de critères d'octroi davantage fondés sur la rentabilité économique escomptée que sur les directives du gouvernement. Selon une étude réalisée par la Banque populaire de Chine, plusieurs éléments ont contribué, par le passé, à l'apparition de prêts improductifs : affectation dirigée par les pouvoirs publics, défaut de paiement d'entreprises d'État sur ces prêts et participation des administrations locales aux décisions en matière de crédit. Le sentiment à l'égard des entreprises, y compris des banques, a été affecté par des problèmes de gouvernance largement relayés par les médias et que les pouvoirs publics s'efforcent de corriger, dans le secteur bancaire, par des modifications au niveau de la gestion et par une diversification du capital.

Facteurs influant sur les risques dans le secteur bancaire

Quatre sources de
risque

La capacité de résistance du secteur bancaire dépend des types de risques auxquels il est exposé. Quatre aspects méritent attention : les expositions résultant de l'expansion rapide du crédit aux ménages ; les risques inhérents aux positions asymétriques en devises ; l'exposition significative du secteur bancaire vis-à-vis de la dette publique à long terme ; les risques découlant des changements structurels du secteur et de l'intensification de la concurrence.

Augmentation
du crédit aux
ménages

La reprise dans les économies émergentes, ces dernières années, s'est accompagnée d'une forte augmentation des prêts aux ménages, pour des considérations de demande (supra), mais aussi d'offre : le crédit aux ménages est perçu par les banques comme une diversification rentable et comparativement peu risquée par rapport aux prêts aux entreprises. Cette réorientation pourrait toutefois devenir problématique. Les créances sur cartes de crédit se sont rapidement accrues, et la nette progression des défauts de paiement dans ce domaine a déjà été à l'origine de sérieux problèmes en Corée. Si les crédits au logement sont plus solides pour les banques en raison de la sûreté hypothécaire, la vive hausse des prix immobiliers appelle à la

prudence. Une inversion de tendance exposerait les banques directement à des risques de défaut de paiement et indirectement, à travers un affaiblissement du patrimoine et une baisse de la consommation des ménages (voir chapitre VII pour une analyse de ces effets dans les économies développées), à des répercussions macroéconomiques et à d'autres pertes sur prêts.

Les réactions de certaines autorités font également craindre que les dispositions prudentielles et les mécanismes de marché ne puissent contenir les risques d'une envolée des prix immobiliers pour les banques. Par exemple, même si la hausse de ces prix s'est modérée en Corée, le gouvernement a maintenu les mesures sanctionnant la spéculation immobilière et a, dans certains cas, interdit toute transaction sur biens immobiliers jusqu'à ce que les pressions spéculatives se dissipent. Début 2005, les autorités chinoises ont cherché à freiner l'augmentation dans plusieurs villes, en particulier à Shanghai, par divers moyens administratifs. Elles ont relevé de 20 % à 30 % le montant de l'apport initial et supprimé le taux d'intérêt préférentiel appliqué jusque-là aux prêts hypothécaires ; elles ont imposé, en outre, une taxe de 5,5 % sur les plus-values réalisées sur des biens immobiliers revendus dans les douze mois suivant leur acquisition. En Thaïlande aussi, l'apport initial a été revu en hausse.

Réactions des autorités

Les récentes innovations financières peuvent réduire les risques associés aux prêts aux ménages ou permettre de les répartir plus largement. Dans le premier cas, la multiplication de centres d'information financière aide à évaluer la capacité de l'emprunteur à honorer le service de sa dette. Dans le second cas, on observe une tendance croissante à la recombinaison des créances, par titrisation ou autre, ce qui limite le risque encouru par les créanciers. Ainsi, le marché coréen des titres adossés à des hypothèques s'est nettement développé en 2004 et plusieurs opérations de titrisation transfrontières ont été effectuées. Divers pays, comme la Chine et la Thaïlande, ont aussi pris des initiatives dans ce sens. Toutefois, un grand nombre de ces innovations pourraient être sources de risques encore mal mesurés.

Les innovations financières atténuent les risques

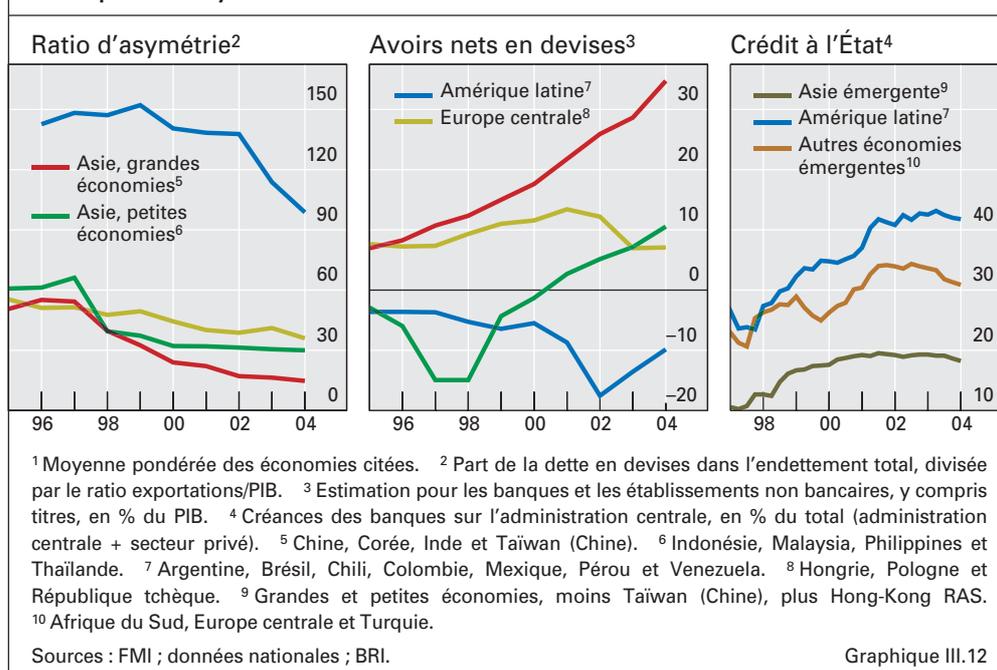
Le deuxième aspect concerne l'asymétrie de devises dans l'ensemble de l'économie. Au cours de la décennie écoulée, son importance a, en général, nettement baissé, comme l'indique le ratio dette en devises/exportations. Les soldes nets en devises se sont également améliorés (graphique III.12, cadres de gauche et du milieu). Dans certains cas, cependant (surtout en Asie), cette évolution reflète l'abondance des réserves de change de la banque centrale ; en fait, l'asymétrie de devises dans le secteur privé reste souvent non négligeable. Il importe donc de veiller à ce que le secteur financier se donne les moyens de gérer ce risque.

L'asymétrie de devises dans le secteur privé est préoccupante...

Le troisième aspect concerne l'exposition du secteur bancaire sur titres d'État, qui tend partout à augmenter (graphique III.12, cadre de droite). Parfois, cet accroissement traduit la recapitalisation des banques au lendemain des crises. Dans d'autres cas (comme l'Inde), les banques sont traditionnellement les principales contreparties aux emprunts d'État, ce qui peut les exposer au risque de marché correspondant (hausse des taux longs), pas toujours couvert dans les économies émergentes.

...tout comme l'exposition sur titres d'État

Banques : asymétrie de monnaies et crédit à l'État¹



Intensification de la concurrence

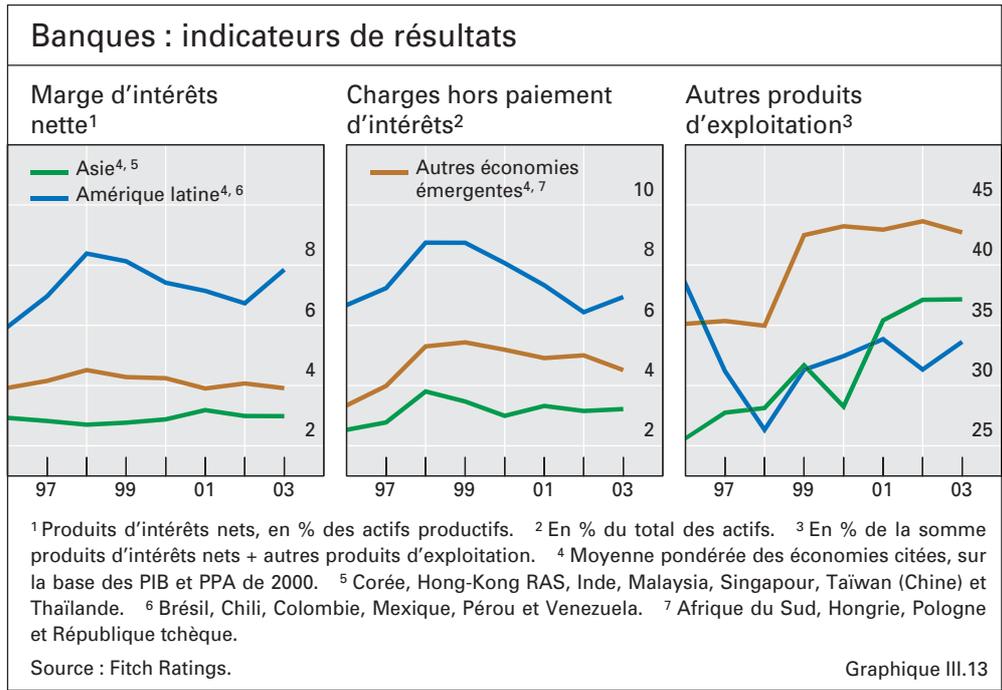
Enfin, la résistance du secteur bancaire dépend également des pressions de la concurrence et de caractéristiques structurelles. Ces pressions se sont intensifiées un peu partout, ce qui peut accroître l'efficacité des banques, mais aussi, en affectant leur rentabilité (et donc leur spécificité), les inciter à se tourner vers de nouvelles lignes de métier plus risquées (la rentabilité des banques au sein des marchés développés est examinée en détail au chapitre VII). Une concurrence exacerbée ne se traduit pas nécessairement par une baisse des marges d'intérêt nettes, car d'autres facteurs interviennent également (graphique III.13). Ainsi, ces marges, qui ont progressivement diminué au Mexique, sont remontées dernièrement au Brésil. Par ailleurs, les dépenses hors intérêts ont été réduites dans certains cas, ce qui reflète une plus grande efficacité, et la part des commissions s'est renforcée. Ces tendances positives sont déjà bien établies dans le monde industrialisé en raison d'un environnement très concurrentiel (chapitre VII).

Concentration...

Dans le même temps, il convient de souligner trois évolutions dans la structure du marché, qui pourraient contribuer à renforcer la résistance du secteur bancaire. Tout d'abord, le ralentissement des concentrations, qui a duré jusqu'au milieu des années 90, paraît depuis se stabiliser, voire s'inverser, dans plusieurs économies. Des études montrent qu'une concentration bancaire plus poussée réduit la probabilité de crises dans le secteur. En effet, les grandes banques sont plus aptes à diversifier les risques ; elles peuvent réaliser des bénéfices plus importants et sont plus faciles à surveiller par les déposants.

...diminution du rôle du secteur public...

La deuxième évolution est la diminution de la part d'actifs détenue par les banques publiques, même si elle reste quelquefois importante. Une forte présence des banques publiques tend à entraver les marchés financiers. De plus, à l'aune des critères de performance conventionnels, ces banques n'ont pas obtenu d'aussi bons résultats que les banques privées dans les pays



émergents, car elles sont censées répondre à des objectifs fixés par les pouvoirs publics, quelle qu'en soit l'incidence sur la rentabilité. Selon des estimations de la Banque interaméricaine de développement, les banques publiques d'Amérique latine prêtent à des taux inférieurs à ceux des établissements privés ; elles ont, en outre, des proportions de prêts improductifs plus élevées et de moins bons rendements sur actifs. Les établissements publics servent également des taux sur dépôts plus bas, ce qui laisse penser qu'ils subventionnent les emprunteurs.

Enfin, il convient de mentionner la présence croissante des banques étrangères, notamment en Amérique latine et en Europe centrale et orientale. Outre qu'elles stimulent généralement la concurrence, les banques étrangères jouent un rôle actif dans l'innovation, en améliorant le plus souvent les méthodes de gestion des risques. Elles peuvent renforcer le système financier du pays d'accueil, car elles sont moins exposées au risque-pays (risque systémique), moins sensibles au cycle économique local et peuvent se procurer des liquidités en devises en période de difficultés financières. Ces questions ont été analysées récemment dans des rapports du Comité sur le système financier mondial.

Si ces évolutions sont de nature à renforcer le secteur bancaire dans les économies émergentes, plusieurs préoccupations demeurent. Dans certaines situations, une concentration plus forte pourrait affaiblir le système bancaire, si elle débouche, par exemple, sur une plus grande opacité, si les autorités ont du mal à se désengager ou si elle résulte de la fusion d'établissements peu performants. L'arrivée de banques étrangères suscite également certaines préoccupations : l'exposition possible à des chocs affectant la société mère ; les pertes d'informations lorsqu'une banque nationale est rachetée et cesse d'être cotée sur le marché boursier local ; la difficulté d'accès aux organes décisionnels de la banque mère, dont les initiatives peuvent avoir

...et arrivée de banques étrangères

Sujets de préoccupation

d'importantes répercussions sur la filiale étrangère et le pays d'accueil ; les contraintes liées à l'instauration du niveau de communication nécessaire entre les autorités de contrôle du pays d'origine et celles du pays d'accueil.

Le contexte réglementaire

Meilleurs
réglementation
et contrôle des
banques...

Nombre d'économies émergentes ont pris des mesures pour améliorer la réglementation et le contrôle des banques, certaines ayant déjà mis au point des approches assez sophistiquées. Il reste que les avancées de ces dernières années en matière de réglementation ont été parfois limitées. Les évaluations de stabilité financière conduites récemment par le FMI et la Banque mondiale, qui mettent l'accent sur les progrès réalisés dans la mise en œuvre des Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace édictés par le Comité de Bâle, montrent que des insuffisances persistent.

...mais des
préoccupations
subsistent

Quatre points suscitent des préoccupations particulières. En premier lieu, l'absence de contrôle consolidé dans certains pays. Cela augmente le risque que des filiales d'établissements bancaires soient confrontées à des difficultés peu aisées à déceler, qui seraient préjudiciables au secteur financier et à l'économie. En deuxième lieu, les déficiences dans la gestion des risques. De nombreux pays n'ont pas réussi à instaurer une culture de gestion du risque dans les établissements, de sorte que la conformité aux réglementations bancaires reste largement formelle. De même, la réglementation relative aux expositions de crédit et aux prêts aux parties liées n'apparaît pas assez stricte. En outre, les dispositions régissant la gestion des risques de marché sont parfois inadéquates. En troisième lieu, certaines mesures clés des résultats bancaires peuvent donner une représentation erronée des risques encourus par le système financier. Quelquefois, par exemple, les ratios de fonds propres ne sont pas calculés sur une base consolidée et la pondération des risques souffre d'un mode de calcul inadapté ou de la prise en compte d'éléments inappropriés dans les fonds propres. Enfin, les mesures correctives sont le plus souvent défailtantes, ce qui diminue l'incitation à gérer le risque avec diligence. Ces défailtances incluent : permissivité (lorsque les instances prudentielles diffèrent les actions requises lors de franchissements de seuils) ; manque de pouvoir ou de ressources pour intervenir rapidement ; absence de protection juridique pour les superviseurs. Quant aux procédures de faillite, si la législation s'est améliorée dans certains pays, les problèmes rencontrés pour appliquer les droits des créanciers demeurent considérables.