

III. Enjeux pour les économies émergentes

Faits marquants

L'expansion amorcée en 2002 dans les économies émergentes s'est encore accentuée durant la période étudiée. Nombre de pays ont bénéficié d'une forte croissance, accompagnée d'une augmentation de la valeur des exportations et d'excédents courants importants, qui leur ont permis d'alléger nettement leur dette extérieure et de continuer d'accumuler d'appréciables réserves de change. Les positions budgétaires et les bilans se sont également améliorés. En partie grâce à ces facteurs, consommateurs et investisseurs sont restés extrêmement confiants. Contrairement à ce que l'on a pu voir dans le passé, la demande intérieure a bien résisté à la hausse des cours pétroliers, y compris dans les pays importateurs de pétrole.

Les économies émergentes ont profité de conditions externes exceptionnellement favorables durant le cycle actuel : vigueur de la demande mondiale ; pour beaucoup, nette amélioration des termes de l'échange ; financement extérieur bien plus accessible. Reste à savoir si les autorités des économies émergentes ont su en tirer parti afin de redresser durablement leurs finances publiques. On peut également se demander si les déséquilibres ne pourraient pas accroître le risque d'inflation ou entraîner une hausse insoutenable des prix des actifs. L'inflation a, jusqu'ici, été généralement bien maîtrisée, mais les perspectives sont incertaines, étant donné la volatilité des prix des produits de base et le niveau très bas ou négatif des taux d'intérêt réels à court terme. Un épisode de turbulences sur les marchés financiers en mai 2006 n'a fait qu'ajouter à l'incertitude ambiante. De nombreuses autorités monétaires sont confrontées à un défi de taille : éviter les erreurs d'orientation qui risqueraient de compromettre la stabilité macroéconomique financière.

Panorama macroéconomique

Toutes les régions ont affiché une croissance soutenue l'an dernier (tableau III.1). De plus, en Chine, les chiffres révisés du PIB montrent que le taux de croissance avait été nettement sous-évalué. L'Inde a vu son activité s'accélérer, la Corée s'est remise de la débâcle des émetteurs de cartes de crédit, en 2003, et la plupart des économies du Sud-Est asiatique ont continué de croître à vive allure. En Amérique latine, malgré un certain ralentissement, l'expansion s'est maintenue et, début 2006, on a assisté à une reprise de la production industrielle au Brésil et au Mexique. L'Argentine, le Chili, la Colombie et le Pérou ont à nouveau enregistré une croissance supérieure à la tendance. De même, l'expansion est restée vigoureuse en Europe centrale et orientale, la Hongrie et la Turquie ayant toutefois dû faire face à une volatilité accrue des marchés au lendemain de la turbulence financière partie d'Islande

Croissance et solde des paiements courants							
	PIB réel ¹				Solde des paiements courants ²		
	Moyenne 2002-04	2005	2006		Moyenne 2002-04	2005	2006
			T1	Prévision			
Asie	7,6	8,0	8,7	7,7	158	252	220
Chine	9,7	9,9	10,3	9,6	50	161	137
Corée	4,9	4,0	6,2	5,2	15	17	7
Hong-Kong RAS	4,5	7,3	8,2	5,3	14	22	23
Inde ³	6,6	8,3	9,3	7,5	2	-16	-19
Autres ⁴	5,1	5,0	5,6	4,8	76	70	73
Amérique latine ⁵	2,5	4,3	5,5	4,6	9	39	31
Argentine	1,9	9,2	9,7	7,7	7	5	4
Brésil	2,5	2,2	3,4	3,5	3	14	9
Mexique	2,1	3,0	5,5	4,0	-10	-6	-7
Europe centrale ⁶	3,5	4,0	5,4	4,8	-19	-16	-17
Russie	6,4	6,4	6,3	6,2	41	84	90
Turquie	7,5	7,4	2,6	5,3	-8	-23	-28
Afrique ⁷	4,6	5,2	...	5,7	-3	15	24
Moyen-Orient ⁷	5,4	5,9	...	5,7	64	196	241
Total ⁸	6,1	6,7	7,6	6,7	242	549	560
G 7	2,1	2,6	2,8	2,8	-376	-614	-710

2006 : chiffres établis sur la base des prévisions consensuelles publiées en mai, de JPMorgan Chase et du FMI.

¹ Variation annuelle, en %. Régions : moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 2000. ² En milliards de dollars EU. Régions : ensemble des économies citées. ³ Chiffres annuels : année budgétaire commençant en avril. ⁴ Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taïwan (Chine) et Thaïlande. ⁵ Économies citées, plus Chili, Colombie, Pérou et Venezuela. ⁶ Hongrie, Pologne et République tchèque. ⁷ Définition du FMI. ⁸ Ensemble des économies citées. Croissance du PIB réel, 2006 T1 : hors Afrique et Moyen-Orient.

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

début 2006. La croissance a été forte presque partout au Moyen-Orient et en Afrique en raison du renchérissement des produits de base, en particulier du pétrole.

Évolution de la demande

La demande extérieure a continué d'être déterminante dans un certain nombre de pays (graphique III.1). En général, la demande de produits exportés par les économies émergentes est demeurée très forte, et l'amélioration des termes de l'échange a été particulièrement favorable aux pays exportateurs de produits de base. En outre, les exportations des économies d'Asie ont bénéficié du redémarrage dans le secteur de l'électronique, où a pris fin le ralentissement, dû à une accumulation des stocks, qui avait commencé en 2004. Par rapport aux replis précédents, les entreprises ont réduit leurs stocks excédentaires en relativement peu de temps. Par ailleurs, le tassement de la demande mondiale de produits de haute technologie n'a été que de courte durée. La vigueur des exportations et l'ampleur de l'excédent courant observées dans nombre de pays témoignent de l'impact global de ces facteurs.

La demande
extérieure est
restée forte...

La contribution de la demande extérieure à la croissance a toutefois varié selon les pays. L'an dernier, elle a nettement progressé en Chine et

est demeurée importante en Corée, à Hong-Kong RAS et à Singapour. Il en a été de même dans plusieurs pays d'Europe centrale – Pologne et République tchèque, notamment, où une forte amélioration de la balance commerciale a été constatée. En revanche, la contribution des exportations nettes a diminué dans plusieurs pays d'Asie importateurs de pétrole et en Amérique latine.

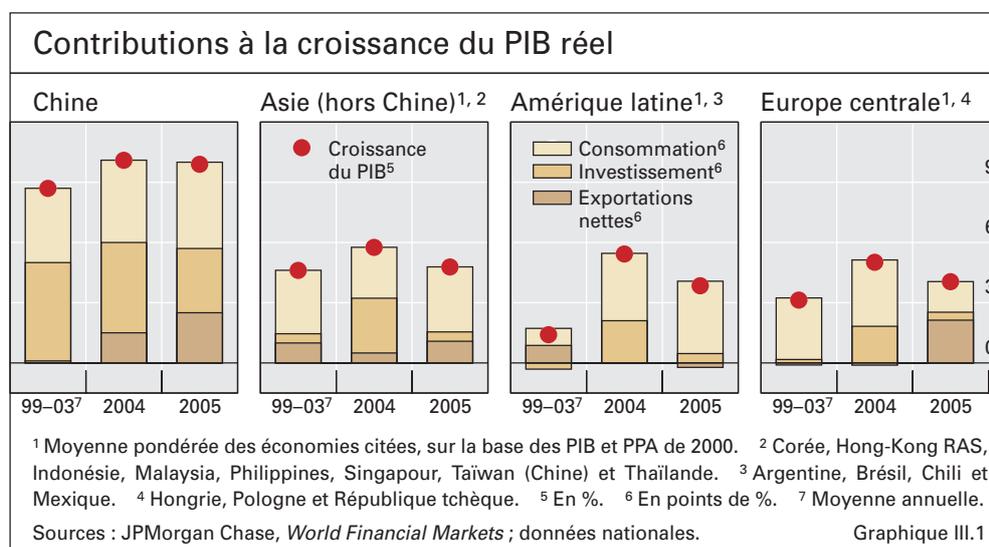
...mais la demande des ménages l'a été tout autant...

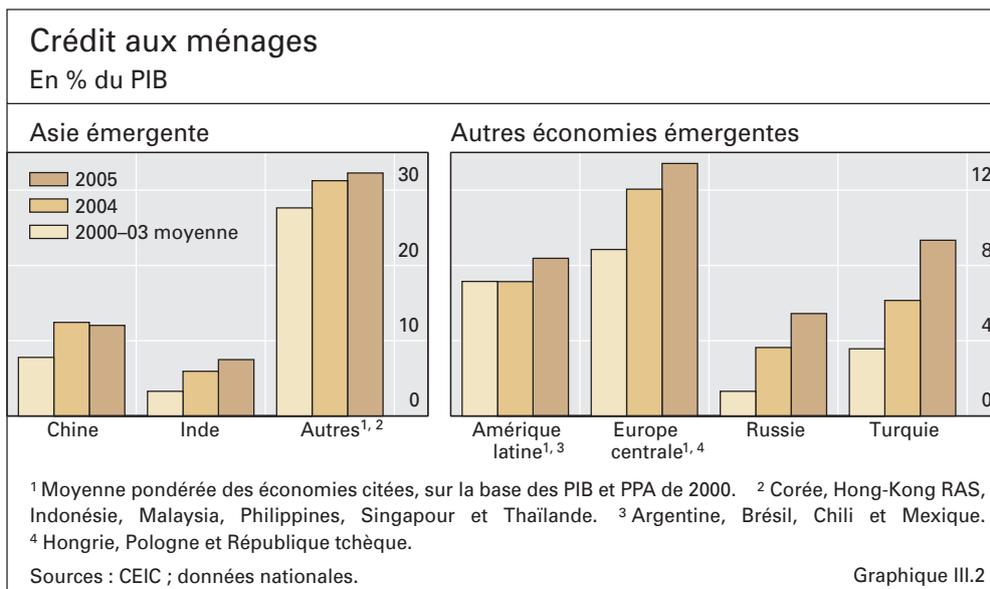
Dans toutes les régions, la croissance a été alimentée par la vigueur de la demande des ménages et, dans de nombreux pays, la consommation privée a été soutenue par une augmentation des dépenses au titre de la construction de logements. Deux facteurs ont joué un rôle clé à cet égard.

Premièrement, la demande des ménages et la confiance des consommateurs ont été stimulées par la hausse des revenus, le recul du chômage et les prix élevés des actifs. En Chine, par exemple, la demande a été nourrie par une vive croissance des revenus urbains et ruraux (respectivement 9 1/2 % et 6 % en termes réels par habitant en 2005). Le redressement des revenus agricoles et l'amélioration de la situation financière des ménages, respectivement, ont joué sensiblement le même rôle en Corée et en Inde. À Hong-Kong, la reprise a été associée à une remontée des prix des actifs. En Amérique latine, la nette amélioration des termes de l'échange a induit des effets analogues de revenu et de richesse (voir section suivante). En Argentine et au Chili, la consommation privée a été alimentée par la forte hausse des salaires réels l'an dernier, comme dans plusieurs pays d'Europe centrale et orientale. En République tchèque, la demande de biens de consommation durables s'est accélérée grâce au revenu élevé des ménages. En Turquie, les achats de biens durables des ménages ont continué de croître dans un contexte de repli de l'inflation et des taux d'intérêt.

...sous l'incitation du crédit bancaire

Deuxièmement, l'expansion rapide du crédit bancaire a donné un élan supplémentaire à la dépense des ménages, comme en témoigne, dans de nombreux pays ces dernières années, la progression du ratio encours des crédits des ménages/PIB (graphique III.2). Cela tient, pour beaucoup, à la souplesse des conditions monétaires (voir section sur la politique monétaire). D'autres facteurs ont joué : recul de l'inflation, déréglementation progressive





des marchés du crédit, allègements fiscaux en faveur de l'accès à la propriété et innovations financières attirant un nombre croissant de ménages vers le marché hypothécaire.

Au Brésil, le crédit aux ménages a connu un essor spectaculaire l'an dernier (37 %), après la mise en œuvre d'une garantie sur les salaires qui met les banques à l'abri du risque de défaut. En Arabie Saoudite, deux facteurs, une population jeune en forte croissance et la possibilité pour les banques de saisir les salaires pour recouvrer leurs créances, ont contribué à une expansion similaire du crédit.

Contrairement à la dépense des ménages, l'investissement non résidentiel, notamment l'investissement fixe des entreprises, est demeuré relativement atone (tableau III.2) dans la plupart des régions. Cela vaut tout particulièrement pour l'Asie, où l'investissement non résidentiel en pourcentage du PIB a poursuivi son déclin ou est demeuré bien inférieur à ce qu'il était avant la crise financière de 1997-98. La Chine constitue une exception notable à cette tendance. En Inde, les bénéfices élevés et le renchérissement des actions ont, en outre, permis une reprise plus générale de l'investissement.

La faiblesse de l'investissement non résidentiel dans plusieurs économies d'Asie, malgré le haut niveau des bénéfices et l'assainissement des bilans, a étonné beaucoup d'observateurs. Néanmoins, divers indicateurs donnent à penser que certaines des contraintes qui pesaient sur la dépense des entreprises se sont atténuées ces dernières années. Ainsi, les entreprises ont beaucoup réduit leur ratio d'endettement depuis la crise de 1997-98. En Corée, le ratio dette/fonds propres a baissé d'environ deux tiers entre 1998 et 2005, pour s'établir à 111 %. De plus, les surcapacités ont considérablement diminué, voire disparu, et le crédit bancaire aux entreprises s'est développé. En Corée, Indonésie et Malaysia, par exemple, l'investissement non résidentiel a fortement progressé l'an passé.

En Amérique latine, la situation est plus contrastée. L'investissement est particulièrement volatil au Brésil, où sa hausse annuelle réelle est tombée à

Atonie de l'investissement non résidentiel en Asie...

...malgré le haut niveau des bénéfices

Investissement fixe									
En % du PIB									
	Résidentiel ¹			Non résidentiel			Total		
	1996 ²	2000	2005 ³	1996 ²	2000	2005 ³	1996 ²	2000	2005 ³
Asie									
Chine	2,9	3,3	5,9	29,9	29,5	39,3	32,8	32,9	45,2
Corée	7,0	4,3	5,9	30,5	26,8	23,2	37,5	31,1	29,1
Hong-Kong RAS	15,1	11,8	7,6	15,7	14,6	13,2	30,8	26,4	20,8
Inde ⁴	4,5	6,1	6,9	20,2	16,8	17,8	24,7	22,9	26,0
Autres ^{5, 6}	10,3	6,0	5,1	25,5	17,3	17,4	35,7	23,3	22,6
Amérique latine									
Argentine	5,0	4,7	4,5	13,1	11,5	17,0	18,1	16,2	21,5
Brésil	9,0	8,7	7,0	10,2	10,6	13,0	19,3	19,3	20,0
Chili	9,3	7,1	7,5	17,1	13,7	14,9	26,4	20,7	22,4
Mexique	3,8	4,7	4,8	14,1	16,7	14,5	17,8	21,4	19,3
ECO ^{5, 7}	7,2	6,3	4,4	16,4	17,4	15,9	23,6	23,7	20,4
Afrique du Sud	1,7	1,4	2,0	14,6	13,7	14,9	16,3	15,1	16,8

¹ Toutes constructions incluses lorsque les chiffres ventilés n'étaient pas disponibles. ² Pour l'Afrique du Sud, 1998. ³ Ou dernier chiffre disponible. ⁴ Année budgétaire commençant en avril. ⁵ Moyenne pondérée des économies citées, sur la base des PIB et PPA de 2000. ⁶ Malaysia, Philippines, Singapour et Thaïlande. ⁷ Europe centrale et orientale : Hongrie, Pologne, République tchèque et Turquie.

Sources : CEIC ; Datastream ; Eurostat ; données nationales.

Tableau III.2

Investissement :
tableau contrasté
ailleurs

2 % en 2005, après avoir dépassé 10 % en 2004. Au Mexique, le récent fléchissement de l'investissement non résidentiel a été associé à une érosion de la compétitivité du secteur des exportations et la part de ce pays dans les importations américaines a diminué d'environ 1 1/2 point de pourcentage entre 2001 et 2005. En revanche, l'investissement non résidentiel est remonté en Argentine ces deux dernières années. En Europe centrale et orientale, le taux d'investissement a chuté depuis cinq ans, en partie sous l'effet de la faiblesse de l'investissement non résidentiel.

Montée des tensions inflationnistes

Inflation faible
mais montée
des tensions

La croissance rapide et le renchérissement des produits de base ont exercé une tension à la hausse sur les prix dans toutes les régions. Malgré cela, l'inflation a continué d'être bien maîtrisée dans la plupart des pays l'an dernier (tableau III.3). En Chine, la croissance de la production, particulièrement vigoureuse, a coexisté avec une inflation mesurée très faible. En Corée et en Inde, l'inflation IPC s'est repliée fin 2005, après une forte progression en 2004. Dans plusieurs pays d'Asie, la suppression des subventions pétrolières a eu un impact immédiat sur l'inflation. En Amérique latine, l'inflation a suivi une courbe descendante pendant la majeure partie du second semestre 2005 au Brésil et au Mexique. Au Chili, l'inflation sous-jacente est restée modérée, malgré une poussée de l'IPC en fin d'année. En revanche, l'Argentine et le Venezuela ont encore affiché un taux d'inflation relativement élevé. Dans la plupart des pays d'Europe centrale, le recul de l'inflation observé l'an dernier témoignait non seulement d'une appréciation du change, mais également d'une concurrence plus vive dans la vente au

détail. En Turquie, l'inflation a de nouveau décéléré en 2005, confirmant une tendance longue.

Perspectives et risques

Les prévisions pour 2006 laissent entrevoir une croissance aussi soutenue, voire plus rapide, dans la majorité des économies émergentes. Néanmoins, la plupart des pays devraient continuer d'afficher un excédent courant, et l'inflation devrait rester modérée. Évidemment, toutes ces tendances ne vont pas sans quelques risques.

La croissance devrait demeurer soutenue en 2006, avec toutefois des risques de ralentissement des exportations...

Premièrement, les nombreux pays dont la croissance reste tributaire des exportations sont exposés à une volatilité dans les grands pays industrialisés, ainsi qu'en Chine. Ceux qui ont bénéficié d'un important financement extérieur sont également sensibles à d'éventuels revirements de la part des investisseurs. Deuxièmement, le financement par le crédit de la dépense des ménages présente des risques. Une expansion trop rapide de la demande de logement pourrait entraîner une surchauffe du marché immobilier, surtout en Asie, où les prix sont en hausse depuis deux ans – même si, dans plusieurs pays (Hong-Kong, Singapour et Thaïlande), ils ne font que regagner le terrain perdu précédemment. Dans le cas de la Corée, l'immobilier a posé un défi de

...de surchauffe dans l'immobilier...

Prix à la consommation ¹							
Variation annuelle, en %							
	IPC				IPSJ ²		
	2004	2005	2006		2004	2005	2006 avril ³
			Avril ³	Prévision ⁴			
Asie ⁵	4,4	3,4	3,1	3,8	2,1	2,0	1,2
Chine	3,9	1,9	1,2	2,2	-0,6	0,2	-1,0
Corée	3,6	2,8	2,0	2,8	2,4	2,3	2,2
Inde ⁶	6,6	4,8	3,6	4,9	7,0	3,9	2,5
Indonésie	6,1	10,5	15,4	13,5	6,0	7,5	9,4
Thaïlande	2,8	4,5	6,0	4,5	0,4	1,6	2,9
Autres ^{5,7}	2,3	3,4	3,3	3,3	1,6	2,4	2,4
Amérique latine ⁵	6,1	5,7	5,1	5,2	5,8	5,7	5,2
Argentine	6,1	12,3	11,6	12,3	6,4	14,2	11,6
Brésil	7,6	5,7	4,6	4,4	7,9	5,6	5,0
Mexique	5,2	3,3	3,2	3,4	3,8	3,1	3,2
Autres ^{5,8}	4,2	3,7	3,7	3,7	3,8	3,0	3,7
Europe centrale ⁵	4,0	2,3	1,6	1,6	2,9	1,8	1,2
Hongrie	6,8	3,6	2,7	2,3	5,8	2,1	0,7
Pologne	3,6	2,1	0,7	1,0	2,1	1,8	0,9
République tchèque	2,8	1,9	2,8	2,7	2,4	1,8	2,3
Russie	10,9	12,7	9,8	9,9	7,9	6,7	6,0
Afrique du Sud	1,4	3,4	2,8	4,1	4,7	4,1	2,3
Turquie	8,6	8,2	8,8	7,6	12,3	11,0	11,6

¹ Moyenne sur la période (Amérique latine : chiffres de fin de période). ² IPC sous-jacent (hors alimentation et énergie, ou définition nationale). ³ Ou dernier chiffre disponible. ⁴ Prévisions consensuelles publiées en mai. ⁵ Moyenne pondérée des économies citées, sur la base des PIB et PPA de 2000. ⁶ Prix de gros. ⁷ Hong-Kong RAS, Malaysia, Philippines, Singapour et Taïwan (Chine). ⁸ Chili, Colombie et Pérou.

Sources : FMI ; OCDE ; CEIC ; © Consensus Economics ; données nationales ; estimations BRI. Tableau III.3

taille en 2005, les prix ayant monté en flèche dans certaines villes au premier semestre. Pour freiner cette augmentation, les autorités ont appliqué un programme de stabilisation (majoration d'impôt, restrictions sur l'octroi de crédits hypothécaires destinés à des achats spéculatifs et augmentation des surfaces constructibles). L'Afrique du Sud connaît un boum, les prix du logement ayant crû de 50 % au cours des deux dernières années.

...et, peut-être, de surendettement des ménages

Une troisième source de vulnérabilité tient au fait que, dans de nombreux pays, notamment en Europe centrale, les banques ont opéré un transfert de risques vers les ménages par l'octroi de crédits à taux variable ou libellés en devises. Il est difficile de déterminer si les ménages seront en mesure de faire face à des chocs imprévus qui alourdiraient brusquement le fardeau de leur dette. En outre, l'expérience de la Corée (en 2003) a démontré qu'une progression rapide de l'endettement des ménages, même en monnaie nationale, peut accroître fortement la volatilité de la consommation et nuire à la croissance future.

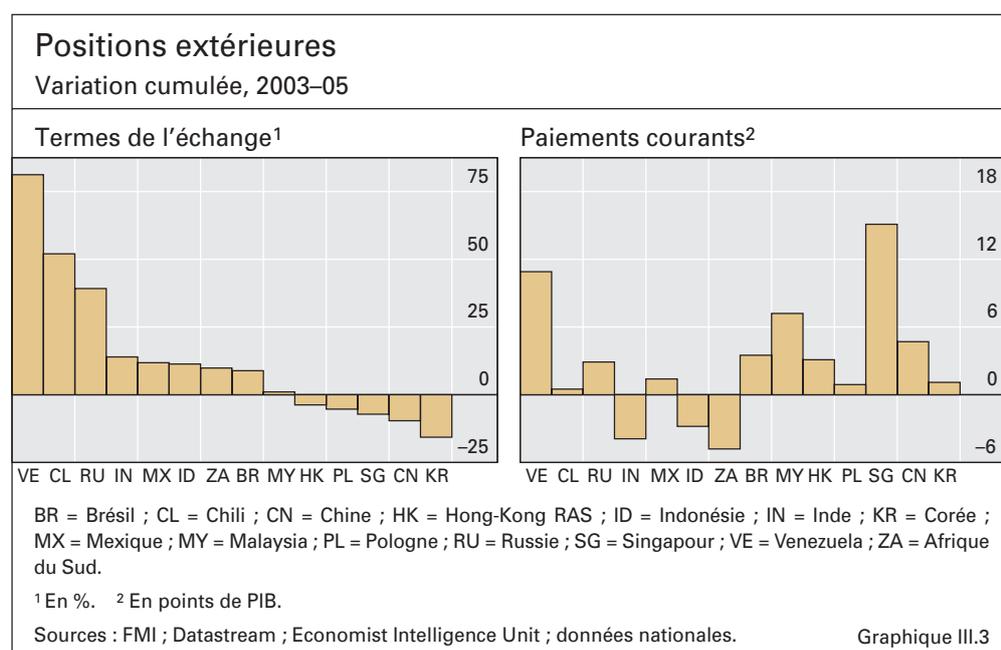
Deux importants défis d'origine extérieure

Deux faits marquants des dernières années – l'évolution des termes de l'échange des économies émergentes et la vigueur constante de la demande de leurs actifs – ont d'importantes implications, non seulement pour la croissance, mais aussi pour les politiques budgétaire et monétaire.

Évolution des termes de l'échange

Les amples variations des termes de l'échange...

Les fluctuations marquées des prix relatifs depuis 2002 ont coïncidé avec d'amples variations des termes de l'échange dans les économies émergentes. Ainsi, les cours pétroliers en dollars ont presque doublé entre 2001 et début 2006, après avoir chuté dans les années 90. Les cours des métaux industriels et de certaines matières premières agricoles aussi ont progressé rapidement



durant la même période. Parallèlement, la hausse des prix mondiaux des biens manufacturés est restée modeste. En conséquence, les pays exportateurs de produits de base ont enregistré certaines des plus fortes améliorations des termes de l'échange depuis quelques années (graphique III.3, cadre de gauche). Par contre, les pays qui exportent principalement des biens manufacturés ou des services, et importent beaucoup de pétrole, ont subi une détérioration notable.

L'impact de l'évolution des termes de l'échange varie également entre pays exportateurs de produits de base. Une nette amélioration s'est accompagnée d'une augmentation de l'excédent courant dans plusieurs pays d'Amérique latine (graphique III.3, cadre de droite). Le Brésil, le Chili, la Colombie, le Pérou et le Venezuela ont tous bénéficié d'une forte hausse des prix de leurs exportations. D'importants gains ont également été enregistrés dans d'autres régions, surtout pour les pays exportateurs de pétrole tels que l'Arabie Saoudite et la Russie.

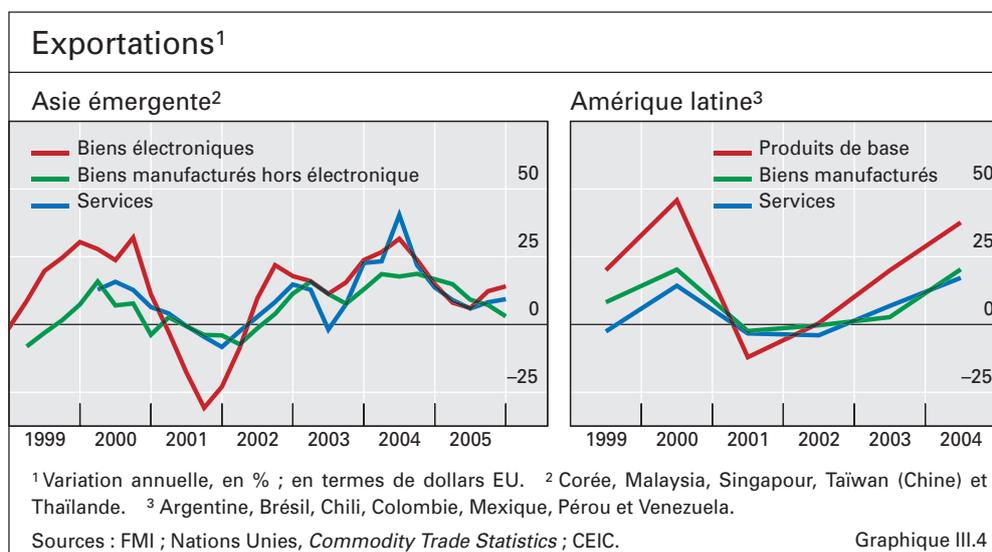
Parallèlement, nombre de pays dont les termes de l'échange se sont améliorés ont également bénéficié d'une forte augmentation du volume de leurs exportations, non seulement pour les produits de base, mais aussi pour un vaste éventail de biens manufacturés et de services. Ainsi, la baisse de 9 % des prix à l'exportation des produits de base en Argentine, l'an passé, a été largement compensée par la progression de 27 % du volume de ses exportations. Il reste que, pour d'autres exportateurs de produits de base, l'augmentation des importations et des paiements à d'autres postes a été bien supérieure à la croissance des exportations, ce qui s'est traduit par une détérioration, en termes nets, du compte courant. C'est le cas pour l'Afrique du Sud, qui a enregistré un déficit courant record de plus de 4 % du PIB en 2005.

L'impact de la détérioration des termes de l'échange sur les pays importateurs de produits de base n'a manifestement pas été aussi défavorable que prévu, notamment en Asie, où la dépendance à l'égard du pétrole est en général assez forte. Les exportations ont continué de croître, l'an dernier, à un rythme moindre toutefois, dans la plupart des pays asiatiques (graphique III.4),

...ont élargi l'excédent courant dans certains pays...

...non sans l'aide d'une augmentation des volumes d'exportations...

...mais ont entraîné une détérioration limitée des termes de l'échange dans d'autres



contribuant à annuler les effets de la détérioration des termes de l'échange. Et, de fait, une partie des recettes supplémentaires des pays exportateurs de pétrole a été recyclée en Asie par le biais des échanges commerciaux. En effet, les exportations de l'Asie hors Japon vers les pays exportateurs de pétrole ont progressé de 27 % au premier semestre 2005. Au final, nombre de pays asiatiques ont continué d'afficher un important excédent courant.

Des termes de l'échange favorables : un phénomène durable ?

Il faut s'interroger sur la viabilité de la récente variation des termes de l'échange, en considérant la grande volatilité historique des prix des produits de base. D'une part, il est possible qu'une forte croissance mondiale amplifie encore la demande de produits de base. C'est ce que semble annoncer le vif dynamisme de l'économie chinoise. L'an dernier, la Chine a représenté plus de 57 % de la demande supplémentaire d'aluminium, 60 % de celle de cuivre, et plus de 30 % de celle de pétrole. Cette évolution pourrait être renforcée par une progression notable de la demande de l'Inde en pétrole et autres produits de base. D'autre part, dans le passé, les cours des produits de base hors pétrole ont été plus volatils et ont eu davantage tendance à revenir vers la moyenne que le cours du pétrole. Cela peut s'expliquer en partie par des différences structurelles, car l'organisation en cartel du marché pétrolier facilite le contrôle de l'offre, alors que dans d'autres marchés (tout particulièrement celui des produits de base agricoles) l'offre est plus sensible au niveau des prix. L'augmentation des cours réels pourrait encore freiner la demande future de produits de base, surtout lorsque les innovations technologiques en permettent une utilisation plus efficiente.

Vigueur de la demande d'actifs des économies émergentes

La demande d'actifs des économies émergentes s'est renforcée durant la période étudiée. Les flux nets de capitaux privés ont atteint environ \$254 milliards en 2005, chiffre nettement en hausse par rapport à 2004 (tableau III.4) et bien supérieur à celui de la période 1998–2002. Les flux semblent être restés importants au premier trimestre 2006 ; récemment, toutefois, une certaine volatilité est apparue.

Forte augmentation des entrées nettes de capitaux

Les flux nets de capitaux vers l'Europe centrale et l'Amérique latine ont fortement augmenté en 2005, alors que les flux nets de capitaux privés vers l'Asie ont diminué de moitié. L'investissement de portefeuille et les autres flux privés expliquent, dans une large mesure, ces variations régionales. En Asie, l'investissement de portefeuille net s'est inversé, devenant négatif en 2005 (avec d'importantes sorties brutes), et les autres flux privés (qui englobent le crédit bancaire international) ont également diminué.

L'IDE demeure très important

L'investissement direct étranger (IDE) net reste la principale composante des flux nets de capitaux, avec \$212 milliards en 2005, en hausse modérée par rapport à 2004. Sa répartition régionale est, en outre, demeurée analogue à celle de l'année précédente : \$72 milliards en Asie, \$51 milliards en Amérique latine et \$41 milliards en Europe centrale et orientale, le reste étant réparti à parts égales entre l'Afrique et le Moyen-Orient. Dans certains cas, les entrées brutes ont dépassé les entrées nettes, ce qui dénote une augmentation des sorties d'IDE. Plusieurs multinationales basées dans les économies émergentes ont maintenant d'importantes positions à l'étranger. C'est ainsi

Économies émergentes : flux nets de capitaux privés

En milliards de dollars EU

	Moyenne annuelle 1990–97 ¹	Moyenne annuelle 1998–2002	2003	2004	2005
Économies émergentes²					
Total	130	79	160	231	254
Investissement direct	74	167	158	184	212
Investissement de portefeuille	50	-3	-4	35	39
Autres capitaux privés	6	-85	7	12	3
<i>Solde des paiements courants</i>	-78	70	229	311	511
<i>Variation des réserves de change³</i>	-73	-116	-352	-515	-580
<i>Flux du secteur officiel</i>	21	8	-62	-82	-139
<i>Autres⁴</i>	2	-41	23	56	-46
Asie					
Total	55	-1	64	120	54
Investissement direct	36	58	68	60	72
Investissement de portefeuille	15	-5	4	4	-31
Autres capitaux privés	4	-54	-9	56	13
<i>Solde des paiements courants</i>	-10	104	166	184	241
<i>Variation des réserves de change³</i>	-37	-87	-227	-340	-282
<i>Flux du secteur officiel</i>	6	1	-18	2	5
<i>Autres⁴</i>	-13	-17	14	34	-18
Amérique latine					
Total	48	37	16	6	25
Investissement direct	23	62	35	48	51
Investissement de portefeuille	31	1	-8	-14	28
Autres capitaux privés	-6	-26	-11	-28	-54
<i>Solde des paiements courants</i>	-37	-53	7	18	30
<i>Variation des réserves de change³</i>	-19	3	-36	-24	-32
<i>Flux du secteur officiel</i>	3	12	6	-7	-25
<i>Autres⁴</i>	5	1	7	8	2
ECO					
Total	9	34	52	71	108
Investissement direct	7	23	17	34	41
Investissement de portefeuille	4	2	6	27	29
Autres capitaux privés	-2	9	30	10	38
<i>Solde des paiements courants</i>	-6	-24	-37	-59	-63
<i>Variation des réserves de change³</i>	-6	-11	-12	-14	-41
<i>Flux du secteur officiel</i>	0	0	-5	-7	-9
<i>Autres⁴</i>	4	1	3	9	4
Pays exportateurs de combustibles					
<i>Flux nets de capitaux privés</i>	0	-9	13	5	5
<i>Solde des paiements courants</i>	9	60	109	189	347

¹ Pays exportateurs de combustibles : 1994–97. ² Y compris Afrique, Communauté des États indépendants et Moyen-Orient.

³ Un signe négatif indique une augmentation. ⁴ Y compris « Erreurs et omissions ».

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*.

Tableau III.4

qu'en 2004 les encours d'IDE à l'étranger étaient supérieurs à \$100 milliards pour Singapour (104 % du PIB) et pour la Russie (18 %), et qu'ils s'élevaient à \$69 milliards pour le Brésil (11,5 %) et à \$32-38 milliards pour la Chine (2,4 %), l'Afrique du Sud (18 %) et la Corée (4,7 %).

Écarts marqués
entre les régions

Les entrées nettes varient beaucoup selon la région et le pays. En Europe centrale et orientale, dont l'intégration économique au reste de l'Europe s'est poursuivie, elles ont dépassé 6 % du PIB. Elles ont été beaucoup plus faibles en Amérique latine. Seuls quelques pays ont enregistré un déficit courant relativement élevé et ont eu, en conséquence, un important besoin de capitaux étrangers. Parmi ceux-ci figurent, en particulier, l'Afrique du Sud, la Hongrie et la Turquie. L'Inde, le Mexique et la Pologne affichent également un déficit courant.

Hausse de
la demande de
titres de dette
des économies
émergentes...

Dans le contexte actuel, on ne sait pas bien dans quelle mesure l'augmentation des flux de capitaux vers les économies émergentes reflète les conditions accommodantes des marchés financiers des pays développés attribuables à l'orientation des politiques (« dynamique de l'offre ») ou au sentiment des marchés. Les craintes passées que le resserrement monétaire aux États-Unis n'entraîne un désengagement à l'égard des actifs des économies émergentes se sont révélées sans fondement, au moins avant mai 2006, quand les cours des actions ont chuté dans de nombreux pays. En effet, les primes sur la dette souveraine ont continué de diminuer alors même que les taux directeurs américains étaient relevés régulièrement en 2004 et 2005 (graphique III.5, cadre A), y compris pour plusieurs émetteurs latino-américains. L'Europe centrale et orientale a également affiché une amélioration soutenue. Les primes sur la dette souveraine des pays d'Asie touchés par la crise, qui avaient alors atteint en moyenne 830 points de base (pb), ont diminué, mais demeurent supérieures à leur niveau de mi-1997 (graphique III.5, cadre B). Il reste néanmoins à voir quel sera l'impact du resserrement monétaire simultané dans les grands pays industrialisés.

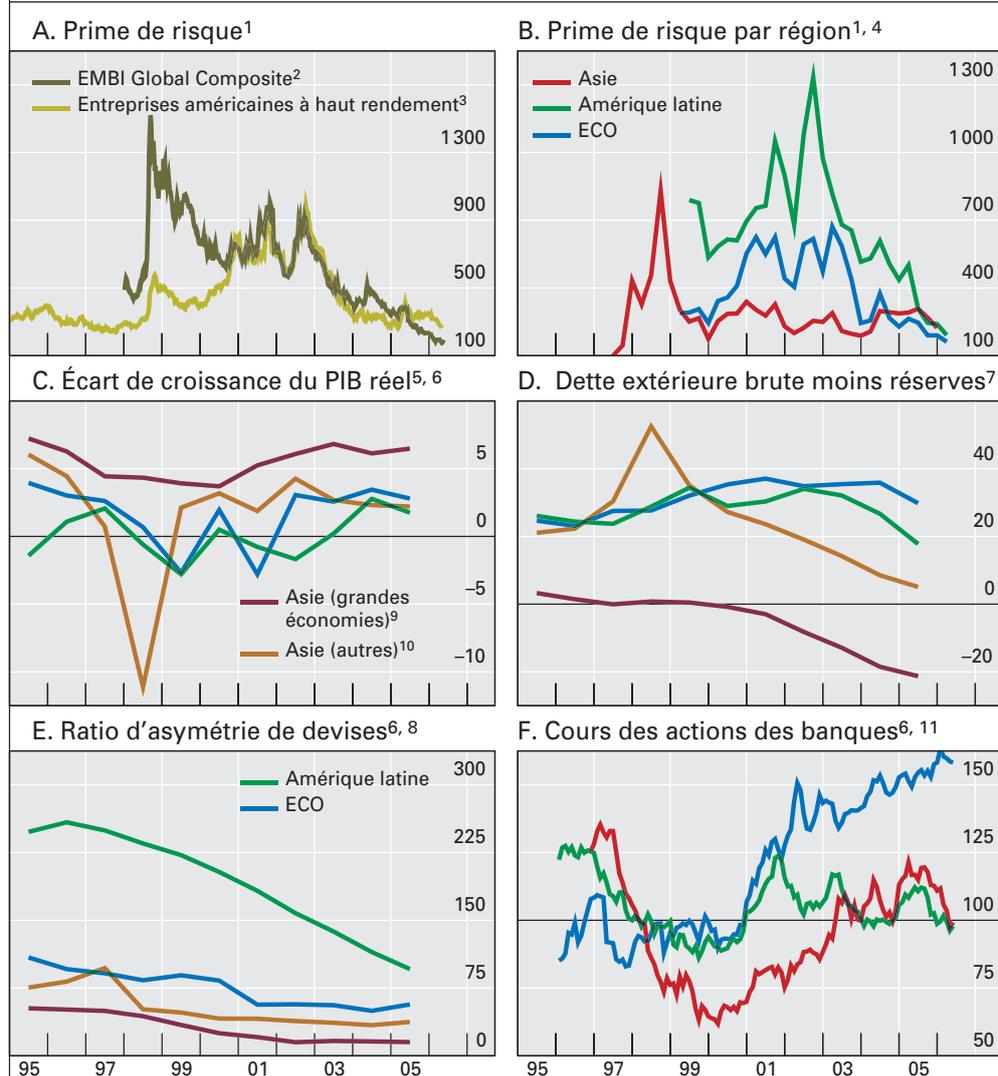
...qui reflète
l'ampleur des
liquidités
mondiales...

Pourtant, plusieurs éléments en liaison avec la dynamique de l'offre pourraient expliquer la diminution des primes sur la dette souveraine. Premièrement, les portefeuilles contiennent de plus en plus de titres des économies émergentes, avec un objectif de diversification. Deuxièmement, les marchés obligataires des pays développés demeurent très liquides, ce qui a pesé sur le rendement des obligations américaines à long terme en 2005 et a donc favorisé une quête de rendement. Bien que cet effet se soit atténué en 2006 avec l'élévation des taux longs aux États-Unis, il convient de souligner que la prime sur les obligations américaines à haut rendement s'est stabilisée à la fin de la période examinée, alors que celle sur les obligations des économies émergentes a continué de baisser (graphique III.5, cadre A). Cette évolution ne peut pas être attribuée uniquement à la conjoncture financière mondiale ; elle doit également résulter du fait que les investisseurs sont plus optimistes dans leur évaluation des risques inhérents aux titres des économies émergentes (le chapitre VI complète cette analyse).

...l'amélioration
des fondamentaux...

Du côté de la « dynamique de la demande », les entrées de capitaux ont été favorisées par l'amélioration des données fondamentales de l'économie durant la décennie, grâce à quatre éléments clés.

Indicateurs de la demande d'actifs des économies émergentes



Asie et ECO : les groupes de pays diffèrent d'un cadre à l'autre.

¹ Sur obligations ; en points de base. ² Par rapport aux valeurs du Trésor EU ; calculé par JPMorgan Chase.

³ Rendement indiciel d'un panier d'obligations d'entreprise libellées en dollars EU de note inférieure à BBB- ; écart par rapport aux swaps de taux 10 ans. ⁴ Sous-indices EMBI Global. Moyenne régionale, calculée sur la base des pondérations de l'indice EMBI Global Composite.

⁵ Taux de croissance par région moins taux de croissance des pays du G 7 ; en points de %. ⁶ Moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 2000. ⁷ En % du PIB. ⁸ Part de la dette en devises dans la dette totale, divisée par le ratio exportations/PIB.

⁹ Chine, Inde et Taïwan (Chine). ¹⁰ Corée, Indonésie, Malaysia, Philippines et Thaïlande. ¹¹ Rapporté à l'indice boursier général, en termes de dollars EU ; 1996-2005 = 100.

Sources : FMI ; Bloomberg ; Deutsche Bank Research ; JPMorgan Chase ; données nationales ; calculs BRI.

Graphique III.5

Premièrement, les réformes économiques et la poursuite de l'intégration à l'économie mondiale ont rapproché les taux de croissance de la plupart des pays émergents de ceux des grands pays développés (graphique III.5, cadre C). L'adhésion de pays d'Europe centrale et orientale à l'Union européenne, une orientation plus marquée vers le commerce international en Amérique latine et l'intégration croissante de la Chine et de l'Inde ont stimulé la croissance ainsi que la demande de biens produits par d'autres économies émergentes.

...l'allégement
de la dette
extérieure...

Deuxièmement, les excédents courants ont permis à plusieurs pays d'alléger leur endettement extérieur net, d'augmenter leurs réserves de change et de rembourser leur dette extérieure, plus particulièrement leur dette officielle ou restructurée. Dans certains cas, la dette extérieure a été réduite en prélevant sur les réserves de change. La Russie, par exemple, a effacé sa dette envers le FMI et versé \$15 milliards aux créanciers officiels du Club de Paris l'an dernier. En décembre 2005, le Brésil a apuré une dette de \$15,5 milliards envers le FMI et une autre de \$2,6 milliards envers le Club de Paris ; en avril 2006, il a remboursé ses obligations Brady (en partie en contractant de nouveaux emprunts extérieurs, cependant). De même, l'Argentine a remboursé l'encours de sa dette envers les institutions financières internationales (graphique III.5, cadre D). En avril 2006, le Nigeria est devenu le premier pays africain à effacer sa dette à l'égard du Club de Paris (\$30 milliards) en remboursant \$12,4 milliards, le reste étant annulé. À l'échelon national, l'une des conséquences de l'augmentation de l'excédent courant et du remboursement de la dette extérieure est une forte progression du taux d'épargne. Un exemple notable est celui de l'Amérique latine, où le taux d'épargne est passé à 22 % du PIB en 2005, contre environ 17 % du PIB au début du siècle.

...une plus
grande solidité
des bilans...

Troisièmement, les asymétries de devises ont été réduites (graphique III.5, cadre E). Les financements bancaires internationaux sont de plus en plus libellés en monnaie locale. Les États et les autres emprunteurs sur les marchés financiers, qui émettent davantage de titres domestiques, dépendent moins des emprunts en devises. Selon les statistiques BRI, l'encours total des titres de dette domestiques émis en Amérique latine est passé de \$228 milliards en 2000 à \$379 milliards en 2005, et celui des titres internationaux a baissé de \$17 milliards dans le même temps. La proportion de titres domestiques indexés sur le cours de change a diminué dans plusieurs cas notables. Ainsi, au Brésil, la part des titres indexés dans le total de la dette publique est tombée de 37 % en 2002 à 2,3 % au premier trimestre 2006. Un approfondissement des marchés intérieurs de la dette s'est aussi opéré, grâce à une vive augmentation du négoce international. Fait à souligner : l'allongement progressif des échéances des titres de dette publique dans certains pays. Ainsi, ces marchés présentent aux investisseurs mondiaux de nouvelles possibilités de rendements beaucoup plus élevés. Ils offrent en outre des possibilités de diversification, puisque leur rendement semble plus sensible aux facteurs intérieurs et qu'il est comparativement peu corrélé à celui des marchés des pays développés ou des autres économies émergentes.

...et le renforcement
des systèmes
bancaires

Quatrièmement, la situation financière des entreprises et des banques s'est consolidée depuis quelques années. Les ratios d'endettement des entreprises ont diminué, et les systèmes bancaires sont, d'une manière générale, en nette amélioration. Les banques ont accru leur rendement sur actif et, d'après certains indicateurs, assaini leur bilan. Un autre indicateur simple, le ratio de l'indice des cours des actions des banques aux indices boursiers globaux – qui avait chuté durant les crises de la fin des années 90 –, s'est redressé (graphique III.5, cadre F).

Pour résumer, les excédents courants et la réduction de l'endettement extérieur net, conjugués aux améliorations significatives en termes de croissance et de bilans ainsi que dans les systèmes bancaires, ont étayé une reprise marquée de la demande extérieure d'actifs des économies émergentes. Dans le même temps, force est de reconnaître que les nouvelles conditions présentent certains risques. Si le développement des marchés obligataires intérieurs peut imposer une discipline aux autorités budgétaires – par des signaux indiquant la préoccupation des marchés face à des politiques jugées inadéquates –, il pourrait, dans certains cas, accroître la tentation de recourir au financement par l'inflation. En outre, l'évolution des expositions au risque des investisseurs locaux pourrait influencer la stabilité financière : d'un côté, l'augmentation du nombre d'investisseurs institutionnels favorise le développement des marchés et la diversification des risques ; de l'autre, il apparaît que les obligations d'État, dans certains pays, sont concentrées dans les portefeuilles des banques, ce qui les expose à un risque élevé de taux d'intérêt.

Mais des
risques
subsistent

Politique budgétaire

Les économies émergentes ont bénéficié d'une amélioration des termes de l'échange et d'un accès facile au financement, qui se sont ajoutés au dynamisme de l'activité mondiale. Reste à savoir si elles ont bien su tirer parti de ces conditions favorables pour améliorer leur situation budgétaire et, surtout, pour réduire leur dette publique. Le désendettement devrait être une priorité des économies émergentes, car la plupart d'entre elles paraissent sujettes à une « intolérance à la dette ». En d'autres termes, des niveaux d'endettement facilement supportables pour les pays développés semblent laisser les économies émergentes exposées à des tensions financières.

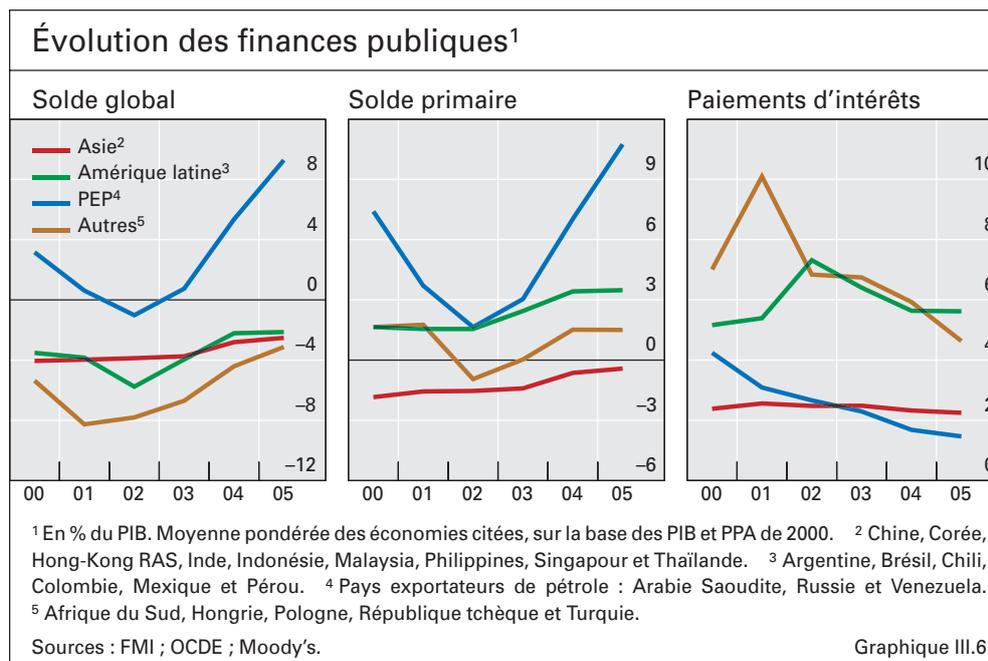
Rééquilibrage budgétaire : jusqu'à quel point ?

La tendance des dernières années a été à l'amélioration des situations budgétaires ; le solde global médian de l'échantillon (graphique III.6) s'est amélioré de 2,3 points de PIB entre 2002 et 2005. Les variations ont été particulièrement importantes pour les exportateurs de pétrole, alors qu'elles ont été plus faibles en Asie que dans les autres régions ces deux années passées. Dans l'échantillon de pays, ce sont généralement ceux qui avaient un faible ratio d'endettement (par exemple, Chili, Corée et Thaïlande), et tout spécialement les exportateurs de pétrole (par exemple, Arabie Saoudite, Russie et Venezuela), qui ont conservé un excédent budgétaire. Néanmoins, la plupart des économies émergentes continuent d'afficher un déficit budgétaire élevé : 1,6 %, en valeur médiane, en 2005.

Amélioration du
solde budgétaire
global...

Les paiements d'intérêts médians versés par les économies émergentes ont diminué, et de beaucoup dans certaines régions. La baisse des taux d'intérêt a été spectaculaire en Argentine et en Turquie. En général, l'assouplissement des conditions de financement a permis d'émettre des titres de dette à moindre coût. Dans certains cas, cela a facilité le remboursement anticipé ou le rachat d'une dette publique soumise à un taux d'intérêt plus

...diminution
des paiements
d'intérêts...



élevé. D'autres pays ont pu couvrir leurs besoins de financement à un taux inférieur ces derniers trimestres. Selon les estimations, les emprunteurs des économies émergentes avaient couvert près de la moitié de leurs besoins de financement pour 2006 dès fin janvier.

...et progression
du solde primaire

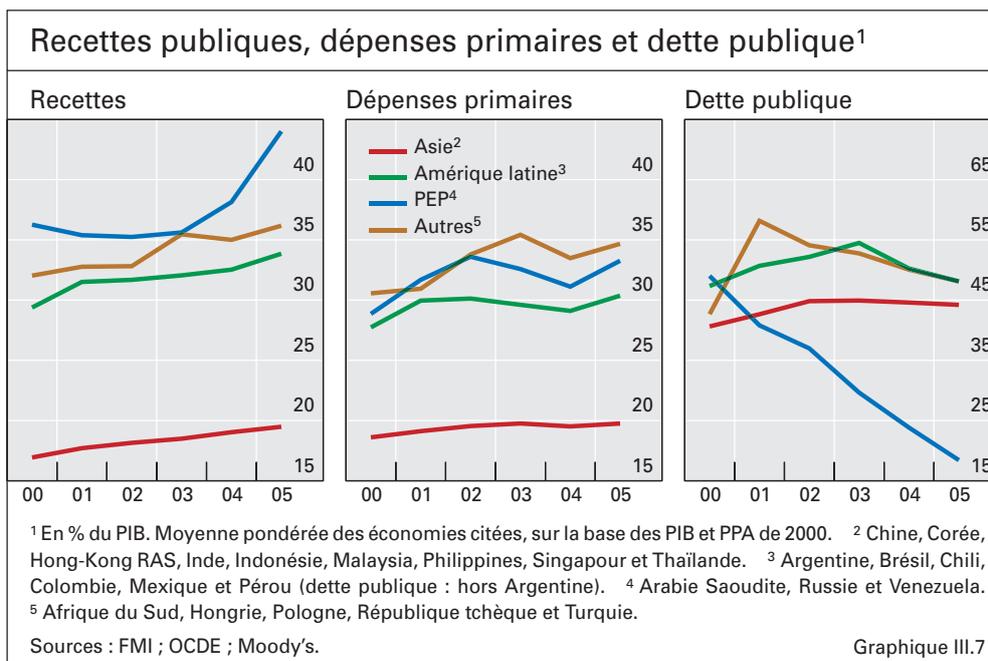
L'évolution des soldes primaires (hors paiements d'intérêts) est peut-être un meilleur indicateur de la viabilité des tendances budgétaires récentes (graphique III.6, cadre du milieu). L'excédent primaire a fortement progressé dans les pays exportateurs de pétrole, mais a aussi augmenté dans d'autres régions. À titre d'exemple, en Russie et en Arabie Saoudite, le solde primaire moyen de la période 2004–05 avoisinait respectivement 8 % et 16 % du PIB. Le solde primaire était également important (de 2 % environ à 7 % du PIB) en Argentine, au Brésil, au Chili et en Turquie. Par contre, l'Inde a continué d'afficher un déficit primaire, qui régresse toutefois avec le temps.

Questions liées au rééquilibrage des recettes et des dépenses

La récente augmentation des soldes primaires s'explique en partie par des facteurs temporaires ou conjoncturels, ce qui laisse craindre une importante correction des positions budgétaires en cas de retournement des conditions économiques et financières mondiales, exceptionnellement favorables actuellement. Malgré l'absence d'estimations comparables fiables des soldes structurels pour l'ensemble des économies émergentes, les mesures prises afin de comprimer les dépenses et d'accroître les recettes de façon permanente peuvent donner une indication de la viabilité du rééquilibrage dans certaines économies émergentes très endettées. Idéalement, ces mesures doivent être conçues pour minimiser les distorsions susceptibles de réduire le bien-être économique et le potentiel de croissance.

Il est difficile
de réduire
les dépenses

Pour nombre d'économies émergentes, la réduction des dépenses est un exercice très difficile. Cela tient, pour une part, à l'importance de certaines dépenses obligatoires : service de la dette ; traitements des fonctionnaires et



retraites ; régime de sécurité sociale. Voilà les défis que doivent relever notamment le Brésil et la Turquie. Dans des pays tels que la Chine et l'Inde, de même que dans les pays producteurs de pétrole, la hausse des recettes découlant d'un essor rapide de l'économie ou de la manne pétrolière suscite des pressions en faveur d'un accroissement des salaires ou des dépenses sociales. Cela fait non seulement obstacle à la réduction des dépenses, mais restreint en outre la possibilité de réaliser des programmes essentiels pour rehausser la qualité de la fonction publique ou financer des secteurs prioritaires, par exemple la santé, l'éducation et les infrastructures. Dernièrement, on a observé une certaine tendance à l'augmentation des dépenses dans les économies émergentes (graphique III.7).

Récemment, l'impact de l'augmentation des dépenses sur les finances publiques a été en partie atténué par la progression du ratio recettes/PIB, observable dans toutes les régions, surtout – bien évidemment – dans les pays exportateurs de pétrole (graphique III.7, cadre de gauche). La médiane de ce ratio s'est élevée de quelque 2 points de pourcentage au cours de la décennie, pour atteindre 27,1 % du PIB en 2005 (contre 38 % dans un groupe de pays développés). Dans bien des cas, ce surcroît des recettes n'a pas été accompagné d'un accroissement des dépenses primaires.

Il est préoccupant de constater que, malgré des hausses récentes, le ratio recettes publiques/PIB reste comparativement faible dans certaines économies émergentes. Ainsi, pour l'Inde et les Philippines, il se situe à environ 18 % et 20 % respectivement, bien en deçà de la moyenne de 29 % affichée par les États-Unis, où les impôts sont peu élevés par rapport aux autres pays développés.

Autre sujet de préoccupation : ces hausses du ratio pourraient se trouver annulées par un éventuel retournement conjoncturel, à moins que des réformes structurelles ne viennent assainir pour de bon les finances publiques. À cet égard, les progrès ont été mitigés. Aux Philippines, par exemple, un

L'augmentation des ratios recettes/PIB a été bénéfique...

...mais ces ratios restent parfois faibles...

...et des réformes structurelles s'imposent

récent élargissement de l'assiette de la taxe à la valeur ajoutée devrait permettre à l'État d'engranger beaucoup plus de recettes. Néanmoins, pour redresser les finances publiques, il conviendra probablement de freiner la croissance des dépenses. En Inde, en vertu de la loi de responsabilité et de gestion budgétaires adoptée en 2003, le budget de fonctionnement (hors investissement) doit être équilibré d'ici 2008. L'élargissement de l'assiette de la taxe sur les services a progressé. En Turquie, on a reconnu la nécessité d'inclure le vaste secteur informel dans l'assiette fiscale et d'étendre le champ d'application de l'impôt sur le revenu et de l'impôt sur les bénéfices. Cependant, ces mesures n'auront pas d'effet immédiat. Certains pays sont parvenus à un ratio recettes/PIB relativement élevé, mais souvent au prix de mesures fiscales ayant un effet de distorsion très prononcé, comme les taxes sur les transactions financières. Une étude récente sur le recours à ces taxes au Brésil montre qu'un régime fiscal moins générateur de distorsions pourrait stimuler la croissance économique sans réduire les recettes.

Questions liées au renchérissement des produits de base

Depuis 2003, les envolées des cours des produits de base ont créé de grandes difficultés budgétaires. Premièrement, plusieurs pays importateurs de pétrole, surtout en Asie, ont dû décider du sort des subventions destinées à réduire le coût de l'énergie. La montée des cours pétroliers a accru le coût de ces subventions et exacerbé les distorsions engendrées par les mesures visant à mettre les consommateurs (et parfois les entreprises) à l'abri des fluctuations. Dans certains cas, les coûts des subventions ont été en grande partie transférés aux sociétés pétrolières publiques, qui ne sont pas autorisées à majorer les prix de détail. Ces prix artificiellement bas ont engendré des pénuries, incité les sociétés pétrolières locales à exporter leurs produits, et favorisé la contrebande. C'est ce qui a amené les autorités à supprimer ces subventions. Ainsi, la Thaïlande a mis un terme aux subventions sur le carburant en 2005, tandis que l'Inde et l'Indonésie les ont sensiblement diminuées, provoquant une hausse des prix du carburant. L'augmentation du coût budgétaire des subventions et les efforts déployés pour les réduire, entraînant une forte poussée de l'inflation IPC, ont compliqué la conduite de la politique monétaire (voir ci-après).

La manne doit être préservée

Deuxièmement, les pays producteurs devraient réagir avec prudence à l'impact budgétaire de la manne que représente le renchérissement des produits de base. Dans la mesure où les cours élevés seront vraisemblablement temporaires, ils doivent limiter l'augmentation des dépenses, qui risque de devenir permanente – ce qui atténue également la procyclicité indésirable de la dépense publique. De plus, le déficit primaire hors produits de base devrait être fixé de manière que les recettes tirées des produits de base non renouvelables puissent être en partie investies en actifs financiers, dont le rendement pourra couvrir les dépenses lorsque ces ressources seront épuisées. Un certain nombre de pays, dont le Chili et la Russie, ont constitué des fonds de stabilisation à cet effet. En 2005, le Mexique a légiféré afin d'utiliser la manne du pétrole pour financer l'investissement des sociétés d'État, tout particulièrement l'entreprise pétrolière Pemex, et abonder

généreusement un fonds de stabilisation pétrolier. Toutefois, la création ou la gestion de tels fonds pose problème dans certains pays. Par exemple, au Venezuela, la grande grève dans la production pétrolière en 2002 a fortement diminué l'actif du fonds de stabilisation macroéconomique. Si la manne pétrolière a en partie servi à accumuler des réserves et à rembourser la dette, le fonds n'a pas été renforcé récemment, une bonne part des ressources étant affectées au financement des dépenses courantes.

Les questions budgétaires soulevées par cette manne sont illustrées par l'expérience récente de la Russie, qui a amélioré de façon spectaculaire sa position nette en actifs financiers. Sa dette publique brute a fondu, baissant de 96 % du PIB en 1999 à 14 % (projection) en 2005, en partie grâce à des remboursements anticipés, notamment auprès du FMI et du Club de Paris, l'an dernier. En outre, le fonds de stabilisation pétrolier créé en 2004 avait accumulé \$43 milliards fin 2005. L'excédent primaire a également augmenté, passant de 2,7 % du PIB en 2002 à près de 8,7 % en 2005. Si le montant élevé de l'excédent primaire a atténué les pressions exercées sur la demande globale par la manne pétrolière, la politique budgétaire a récemment été bien assouplie. Il a été proposé de consacrer une plus grande part des ressources pétrolières au financement de certaines dépenses, notamment les traitements et les pensions du secteur public, et d'accroître le budget des infrastructures, ce qui a fait craindre une exacerbation des tensions inflationnistes. Le niveau élevé des cours pétroliers pourrait également freiner la dynamique des réformes microéconomiques, visant notamment à renforcer l'administration fiscale.

Réduction de la dette en Russie

Réduction et viabilité de la dette

D'une manière générale, les économies émergentes ont réduit leur ratio d'endettement ces dernières années (graphique III.7, cadre de droite). La diminution a été particulièrement importante en Indonésie, en Russie, en Turquie et au Brésil, de même qu'en Argentine au terme de l'échange de titres en 2005. Par contre, la dette est demeurée stable en Asie.

Néanmoins, le ratio dette publique/PIB médian des économies émergentes demeure suffisamment élevé, avoisinant 46 %, pour que la viabilité de la dette suscite des préoccupations. Le ratio d'endettement est bien supérieur à la médiane en Inde, en Argentine, aux Philippines, au Brésil et en Turquie, mais lui est inférieur dans certaines économies d'Asie (par exemple, Corée et Thaïlande), dans les pays exportateurs de pétrole et au Chili. Le ratio d'endettement déclaré est comparativement bas en Chine, mais l'assainissement du budget demeure prioritaire. De plus, il pourrait y avoir des passifs éventuels importants dans le système financier, et la réalisation des objectifs de développement et des objectifs sociaux convenus sera coûteuse.

Les ratios d'endettement public sont en baisse, mais demeurent élevés...

La Turquie et le Brésil illustrent certaines des difficultés créées par un endettement public élevé. Dans ces deux pays, la croissance économique et l'évolution des politiques ont contribué à un important excédent primaire (respectivement 7 % et près de 5 % du PIB en 2005), tandis que la baisse des taux d'intérêt et l'appréciation du change ont facilité une réduction significative du service de la dette et du ratio d'endettement au cours de la décennie. Le

...ce qui occasionne des difficultés particulières

ratio d'endettement de la Turquie a diminué, revenant de 107 % – pic atteint récemment – à 73 % du PIB en 2005, et celui du Brésil, de 65 % à 52 %. Dans ces deux pays, les projections indiquent qu'il pourrait encore baisser si la nouvelle orientation de la politique budgétaire est maintenue, à condition que la croissance ne ralentisse pas sensiblement ou que les taux d'intérêt ne soient pas relevés de façon marquée. Mais, en partant d'hypothèses différentes, par exemple une croissance économique et des taux d'intérêt à leur moyenne historique, l'évolution serait moins favorable. La dette publique de la Turquie et celle du Brésil sont exposées aux chocs de taux d'intérêt, car la proportion de titres à court terme ou à taux variable reste forte. La solidité de l'économie de ces deux pays pourrait donc être améliorée par le maintien des politiques qui ont déjà contribué à réduire l'endettement et renforcé la crédibilité.

Réduction du déficit budgétaire en Inde

En Inde, assurer la viabilité de la dette à long terme présente également des défis, mais les risques sont atténués par le fait que l'administration publique ne contracte pas d'emprunts en devises et que les banques conservent une bonne part de la dette publique en portefeuille. Bien que le déficit budgétaire global ait été fortement comprimé ces dernières années, le taux de 7,7 % du PIB projeté pour 2005/06 (10 % en 2002/03) reste trop élevé.

Politique monétaire et politique de change

Dans le contexte d'une demande mondiale vigoureuse, les deux grands chocs qui ont affecté les économies émergentes durant la période – nouveau renchérissement général des produits de base et augmentation de la demande d'actifs domestiques – ont contribué à la croissance. Ils ont cependant mis l'accent sur le risque de tensions inflationnistes et compliqué la conduite de la politique monétaire. La montée des cours des produits de base exerce une influence directe sur les prix, pour les pays exportateurs – dont, par ailleurs, elle élève largement les revenus – et importateurs de produits de base. De plus, la demande extérieure accrue d'actifs des économies émergentes stimule la demande globale et pourrait avoir un effet inflationniste en diminuant les contraintes financières. La marge de capacités inutilisées s'est rétrécie ; dans certains cas, le marché du travail s'est tendu. Même si elle est généralement restée faible, l'inflation a nettement augmenté dans divers pays et comporte des risques de plus en plus évidents.

Risque d'une hausse de l'inflation

Implications des chocs de prix relatifs

L'évaluation des chocs de prix relatifs est le premier élément qui complique la conduite de la politique monétaire. Les produits de base se sont renchérissés, alors que les prix mondiaux des biens manufacturés n'ont progressé que modestement (graphique III.8, cadre de gauche). Ceci n'est pas une source de préoccupation pour l'inflation sous-jacente si la hausse des cours des produits de base s'inverse. Cependant, une variation durable des prix relatifs serait plus problématique, comme l'expérience récente l'a démontré. La montée des cours des produits de base a créé entre les deux mesures de l'inflation (IPC et valeur sous-jacente) un écart qui a persisté sur une longue période (graphique III.8, cadre de droite). Se pose alors la question de savoir

Les chocs de prix relatifs compliquent la conduite de la politique

si les autorités monétaires doivent accorder plus d'importance aux variations de l'une ou de l'autre de ces mesures pour évaluer le risque d'inflation et formuler leur politique.

Deux arguments opposés doivent être pris en compte. Premièrement, le renchérissement des produits de base s'avère d'une durée étonnamment longue (reflétant visiblement un renforcement constant de la demande), s'est déjà traduit par une hausse de l'IPC et pourrait, à terme, influencer les anticipations d'inflation. Deuxièmement, malgré cela, rien n'indique clairement, dans bon nombre d'économies émergentes, que les anticipations d'inflation soient plus fortes, ni qu'elles aient entraîné des pressions sur les salaires. Le comportement des prix dans les économies émergentes dénote visiblement des changements structurels similaires à ceux observés dans les pays développés (chapitre II). De fait, les prix des biens et des services (ainsi que les salaires) semblent moins sensibles qu'auparavant à certains chocs de prix, ou même aux variations du taux d'utilisation des capacités.

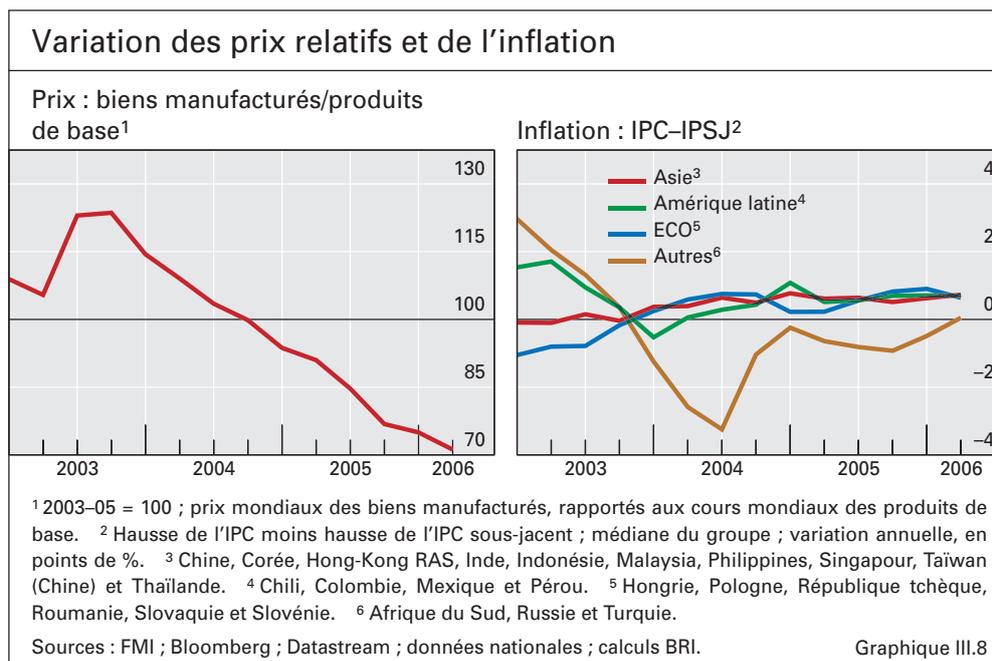
Ces questions ont des implications contradictoires pour l'orientation des politiques. D'un côté, un renchérissement persistant des produits de base justifierait une politique visant à contrer les anticipations en ciblant l'IPC. De l'autre, si le comportement des prix a beaucoup changé, les autorités doivent faire preuve d'une plus grande retenue, étant entendu que la hausse de l'IPC reviendra au niveau de l'inflation sous-jacente.

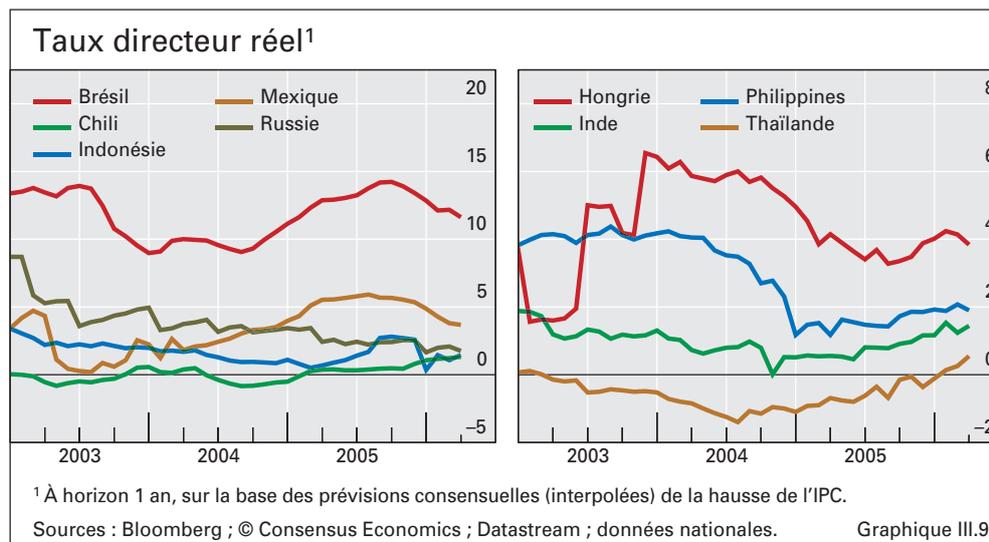
Il n'est guère facile de déterminer si l'inflation sous-jacente augmentera jusqu'au niveau de l'inflation IPC ou si l'inverse se produira. Il faut, pour cela, se prononcer sur le caractère permanent ou non de la hausse des cours des produits de base, ainsi que sur les modifications dans le processus de formation des prix qui semblent avoir ancré l'indice sous-jacent jusqu'à maintenant. Concernant ce dernier point, la Chine est un élément clé : actuellement, l'inflation y est très faible, même si la croissance est assez forte pour exercer une tension sur les cours mondiaux des produits de base. Cela

Les cours des produits de base sont élevés, mais les anticipations sont stables

L'augmentation ou la diminution de l'inflation IPC...

...dépend du mécanisme de formation des prix





pourrait s'expliquer par d'importants gains de productivité dans le secteur manufacturier. Il pourrait bien s'agir d'un phénomène durable, qui aura des effets persistants sur les salaires et les prix, en Chine comme ailleurs.

Le risque d'inflation demeure

Pourtant, la Chine a déjà connu des épisodes d'inflation après de longues périodes de croissance rapide. En outre, il se peut que l'inflation soit déjà en hausse en Chine, mais qu'elle soit occultée du fait que l'indice des prix ne tient pas suffisamment compte des services. Enfin, il semble que les tensions inflationnistes soient déjà importantes dans certaines économies émergentes.

Les réactions rapides ont été efficaces

Dans ce contexte d'incertitude, les chocs de prix relatifs survenus ces dernières années ont suscité différentes réactions de la part des autorités, la tendance générale étant au resserrement. Des producteurs de matières premières ont réagi à l'augmentation de l'IPC plutôt qu'à l'inflation sous-jacente. Au Brésil, au Chili et au Mexique, les taux directeurs ont été relevés comparativement tôt dans le processus, ce qui a empêché l'érosion des taux d'intérêt réels (*ex ante*) lorsque les anticipations d'inflation se sont orientées à la hausse (graphique III.9). En revanche, le taux d'intérêt réel a baissé en Russie.

La suppression des subventions a entraîné une hausse des prix...

Dans certains pays d'Asie, la politique monétaire a d'abord été axée sur l'IPC, car les autorités ont estimé que la hausse des cours des produits de base était temporaire et ne risquait guère de se répercuter sur les anticipations. Toutefois, le taux directeur a ensuite été fortement relevé lorsque le choc est apparu plus durable. Dans certains pays importateurs de pétrole (par exemple, l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie et la Thaïlande), les subventions aux consommateurs d'énergie ont, dans un premier temps, atténué les effets de l'augmentation des cours pétroliers sur le prix domestique. Toutefois, comme le choc durait plus que prévu, les autorités de plusieurs pays ont dû réduire radicalement ces subventions, dont le coût devenait intenable (jusqu'à 3 1/2 % du PIB en 2005 dans le cas de l'Indonésie), et relever les taux d'intérêt pour éviter toute répercussion sur les anticipations d'inflation.

...qui a suscité des réactions différentes

En Indonésie, le relèvement des taux d'intérêt a précédé la montée de l'inflation associée aux dernières réductions des subventions à la consommation d'énergie, mais l'envolée de l'inflation mesurée a tout de

même nourri les anticipations. Le marché des changes et le marché obligataire domestique ont connu un épisode d'instabilité, l'augmentation des taux directeurs ayant provoqué des retraits auprès des fonds d'investissement spécialisés en obligations d'État. Les conditions se sont ensuite stabilisées et la rupiah s'est redressée depuis. En Thaïlande, où le taux réel était négatif, mais l'inflation, faible, les autorités ont rapidement relevé les taux d'intérêt lorsque l'impact sur les anticipations est devenu manifeste et que l'inflation s'est accélérée. Aux Philippines, où le taux d'intérêt réel était plus élevé, les autorités monétaires ont attendu plus longtemps avant de resserrer leur politique, malgré la poussée de l'inflation en 2004, résultant d'effets d'offre ; en 2005, l'inflation s'est stabilisée grâce au relèvement des taux directeurs, mais a repris en 2006.

Réaction aux tensions à la hausse sur le cours de change

Le cours de change est souvent soumis à de vives tensions à la hausse dans les pays où la demande s'accroît rapidement, où les paiements courants sont excédentaires (grâce à l'amélioration des termes de l'échange), et les entrées de capitaux, soutenues. Cela pose un dilemme aux autorités monétaires, qui peuvent soit accepter l'appréciation du change, soit s'y opposer par un assouplissement de la politique monétaire ou par des interventions sur le marché. Accepter l'appréciation pourrait réduire le risque d'inflation, atténuer, pour les exportateurs, les effets de prix et de revenu résultant du renchérissement des produits de base, et diminuer les pressions exercées sur les capacités, dans les pays qui enregistrent une forte demande. De même, cela pourrait freiner la tendance à l'assouplissement des conditions financières, dans les pays où les capitaux affluent. Par contre, une hausse radicale ou très rapide du cours de change peut être préoccupante, par ses effets néfastes sur la compétitivité.

Les tensions à l'appréciation du change posent un dilemme

Contrer l'appréciation du change par un assouplissement monétaire ou des interventions peut créer d'autres difficultés. Dans un régime à objectif d'inflation, l'assouplissement monétaire ne conviendrait que si l'appréciation du change devait se traduire par un taux d'inflation inférieur à l'objectif. Il serait moins indiqué si l'appréciation du change constituait un ajustement face à des entrées massives de capitaux et à des chocs positifs des termes de l'échange. En pareil cas, la détente monétaire pourrait exacerber le risque d'inflation.

L'assouplissement monétaire est parfois approprié

Si les tensions sur le change sont jugées temporaires (par exemple, lorsqu'on s'attend à ce que certains flux de capitaux s'inversent ou que les termes de l'échange retombent à un niveau inférieur), des interventions stérilisées pourraient être préférables pour contrer la hausse du cours. Toutefois, plus les interventions se prolongent, plus la difficulté croît, car il devient moins aisé d'opérer la stérilisation, d'où un assouplissement non choisi des conditions financières intérieures et une incitation aux tensions inflationnistes. En outre, même en cas de stérilisation intégrale, des interventions massives peuvent créer une distorsion sur les marchés financiers domestiques, étant donné le volume d'émission de titres qu'elles supposent.

Les interventions de change peuvent empêcher une distorsion

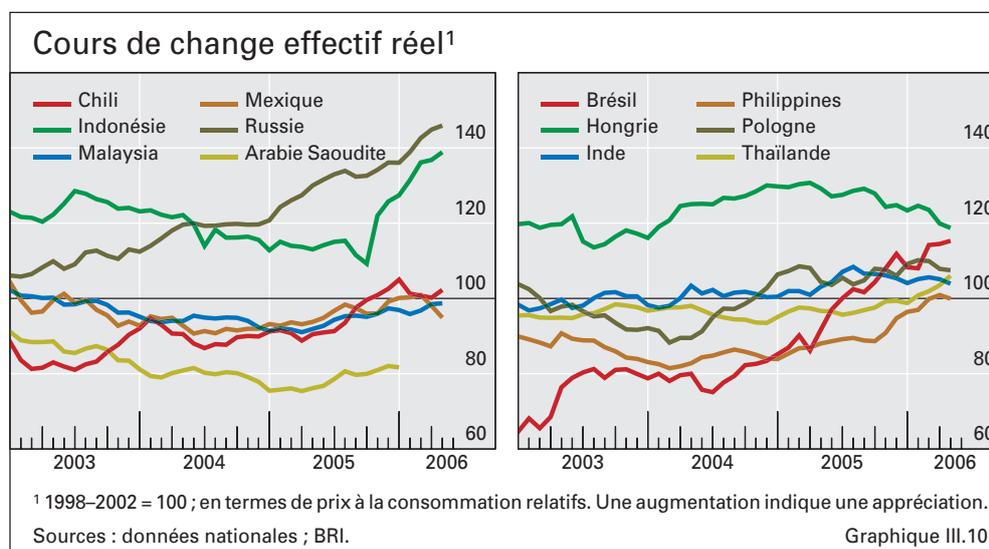
Réaction des autorités et régime monétaire

Certains pays ont accepté une appréciation

La solution au dilemme décrit plus haut a beaucoup varié d'un pays à l'autre et, dans une certaine mesure, a dépendu de la façon dont le régime monétaire national a permis de réagir aux variations du cours de change nominal. Plusieurs pays, généralement ceux qui se sont assigné un objectif d'inflation, ont opté pour une plus grande flexibilité du change. Ainsi, parmi les pays exportateurs de produits de base où l'amélioration des termes de l'échange laissait anticiper des tensions sur le cours, le Brésil et le Chili ont connu une forte augmentation du cours de change nominal entre début 2005 et début 2006, qui s'est traduite par une progression notable du cours de change effectif réel (graphique III.10). D'autres pays ont, au contraire, opté pour une plus grande stabilité du cours de change nominal, parmi eux l'Argentine et la Russie, qui suivent un régime monétaire qu'on pourrait qualifier d'hybride, ainsi que l'Arabie Saoudite et le Venezuela, qui ont adopté un système d'ancrage de la monnaie. Toutefois, exception faite de l'Arabie Saoudite, cela n'a pas empêché l'appréciation du cours de change réel, en raison de l'inflation. En Russie, les autorités ont accepté une hausse du cours de change nominal pour contenir l'augmentation des liquidités et freiner la demande excédentaire.

Interventions massives en Asie

En Chine et dans la plupart des autres pays d'Asie, les autorités sont intervenues massivement, pendant plusieurs années, pour limiter l'appréciation du change. Dans le cas de la Chine, cette stratégie a porté les réserves à \$875 milliards fin avril 2006. Les pays exportateurs de pétrole ont fortement accru leur stock d'actifs financiers étrangers constituant leurs réserves officielles (tableau III.5). Ailleurs, l'accumulation des réserves de change semble avoir ralenti par comparaison au rythme rapide de 2003 et 2004. Le degré de stérilisation a varié, mais on peut évaluer son effet potentiel sur les marchés financiers locaux en mesurant les réserves par rapport à l'encours de titres de dette publique. Lorsque ce ratio est élevé, comme c'est le cas en Asie, les effets de distorsion qu'il peut avoir sur l'intermédiation financière à l'échelle nationale méritent d'être examinés attentivement.



Économies émergentes : réserves de change							
	Encours ¹				Ratio à la dette publique ²		
	2000	2004	2005	Avril 2006 ³	2000	2004	2005
Total	973	2 094	2 487	2 679	39	59	64
Exportateurs de pétrole ⁴	110	282	386	443	26	61	78
Chine	166	610	819	875	-7	104	152
Asie hors Chine ⁵	529	962	1 003	1 060	103	100	93
Amérique latine ⁶	88	111	121	124	12	13	10
Autres ⁷	80	129	159	177	28	15	19

¹ Chiffres de fin de période, en milliards de dollars EU. ² En % ; ratio des réserves de change nettes de la monnaie en circulation/encours des titres de dette publique domestiques et internationaux. Algérie, Égypte, Nigeria, Oman, Qatar et Venezuela : titres internationaux uniquement ; Inde : titres domestiques uniquement. ³ Ou dernier chiffre disponible. ⁴ Algérie, Égypte, Mexique, Nigeria, Oman, Qatar, Russie et Venezuela. ⁵ Corée, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taiwan (Chine) et Thaïlande. ⁶ Argentine, Brésil, Chili, Colombie et Pérou. ⁷ Afrique du Sud, Hongrie, Pologne, République tchèque et Turquie.

Sources : FMI ; BRI. Tableau III.5

Certains pays ont commencé de recourir à d'autres instruments pour résoudre le dilemme. Dans les États baltes et les pays de l'Europe du Sud-Est, les autorités ont privilégié des instruments directs, comme une augmentation des coefficients de réserves obligatoires et un resserrement des limites prudentielles. Afin de respecter les règles de l'Union européenne (critères de Maastricht et protocoles du MCE II), ces États et pays ont pour objectif de maîtriser l'inflation et de maintenir la stabilité du change. Cependant, l'application d'instruments directs pourrait être source d'inefficacité et engendrer des coûts pour le système financier.

Volonté de réduire le surcroît de liquidités

À l'inverse, certains pays ont connu des épisodes de fortes pressions à la baisse du change en 2005 ou au premier trimestre 2006. Par exemple, la rupiah indonésienne a perdu 11 % face au dollar en août 2005 en raison de l'incertitude concernant le fardeau budgétaire des subventions à la consommation d'énergie, vu le renchérissement du pétrole. La monnaie s'est redressée depuis. Le forint hongrois s'est déprécié entre février et début avril 2006, également sous l'effet des préoccupations suscitées par la position budgétaire et le solde des paiements courants.

Pressions à la baisse

Conséquences des réactions des autorités

Le choix de régime monétaire et l'attention accordée au cours de change ont-ils une incidence vérifiable sur l'inflation ?

Comme le résume le tableau III.6, la réponse est contrastée. Les régimes à objectif d'inflation, qui permettent à la monnaie de flotter relativement librement, ont généralement produit un taux d'inflation modéré. Dans ce groupe figurent la Corée, où l'on ne perçoit guère de hausse des prix à la consommation, ainsi que le Brésil et la Turquie, où les autorités ont réussi à ramener un taux d'inflation élevé vers l'objectif. L'inflation est revenue dans la fourchette-cible au Mexique – pour la première fois depuis l'instauration du régime à objectif d'inflation – et se situe à l'intérieur des limites au Chili. Ces deux pays ont accepté un ajustement du change et ont rapidement décidé de relever le taux directeur. Des résultats similaires ont été observés en

L'inflation a été modérée dans les régimes à objectif d'inflation...

Colombie et au Pérou, qui sont également des pays producteurs de produits de base.

...mais plus faible avec un ancrage de la monnaie...

Cependant, l'inflation médiane est plus basse dans les pays à régime de change fixe. L'Arabie Saoudite et la Chine présentent une situation quelque peu étonnante : dans les deux pays, la hausse des prix à la consommation est demeurée très modérée en dépit de la vigueur de la croissance et de l'abondance apparente des liquidités. Cela dit, l'ancrage de la monnaie ne garantit pas un faible niveau d'inflation ; le Venezuela, qui a un régime de change fixe et un taux d'inflation à deux chiffres, en est une illustration.

...et plus élevée dans les pays à régime hybride

L'inflation est la plus élevée dans les pays ayant un régime hybride, qui n'ont pas adopté intégralement un objectif d'inflation ou qui n'ont pas de point d'ancrage nominal explicite. Certains d'entre eux semblent accorder une grande importance à la stabilité du change, comme en témoigne la faible variation du cours de change nominal médian. Par rapport aux pays à objectif d'inflation, le volume de liquidités y est aussi supérieur.

Dans ce groupe de pays, l'Argentine et la Russie, où le cours de change nominal est relativement stable, affichent un taux d'inflation à deux chiffres. Cela donne à penser que s'opposer à une appréciation provoquée par des chocs extérieurs présente bel et bien des risques. Dans ces pays, les mesures de la hausse des prix à la production paraissent annoncer un taux d'inflation élevé. L'existence de prix administrés ou d'un contrôle des prix masque un problème d'inflation potentiellement plus grave.

Souplesse des conditions financières

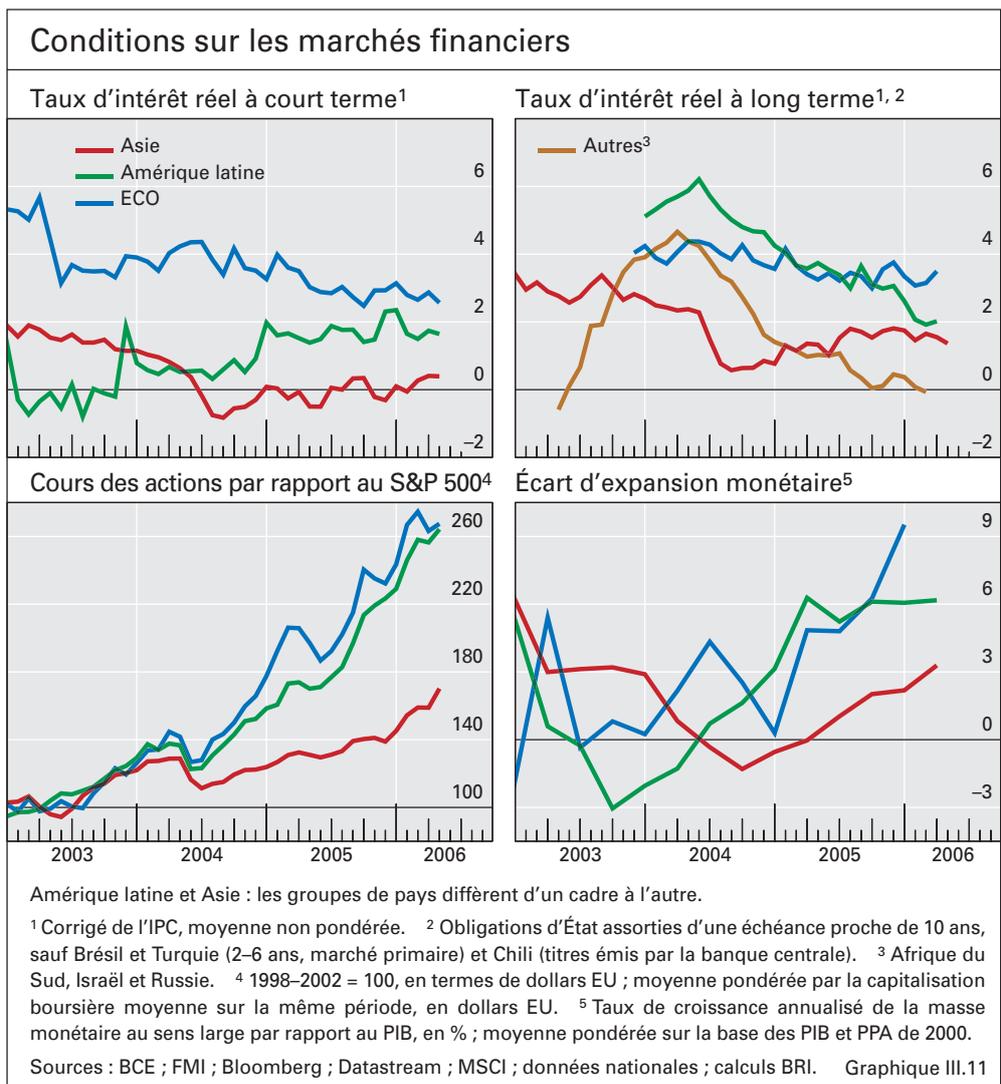
Malgré les mesures de resserrement monétaire prises dernièrement par certains pays, les récents chocs extérieurs et les réactions des autorités se sont accompagnés de conditions financières généralement souples dans les économies émergentes. En témoigne la faiblesse persistante des taux d'intérêt

Indicateurs de la politique monétaire			
Médiane des données nationales pour 2004–05, sauf indication contraire			
	Régime monétaire		
	Objectif d'inflation ¹	Régime hybride ²	Objectif de change ³
IPC ⁴	3,9	7,0	2,9
Écart d'inflation avec l'objectif/ le partenaire ⁵	0,2	.	1,0
Taux d'intérêt réel ⁶	2,4	0,7	1,1
Cours de change effectif nominal ⁴	3,8	0,2	-2,3
Réserves de change ⁴	12,5	16,4	18,5
Crédit au secteur privé ⁴	15,2	24,8	29,4

¹ Afrique du Sud, Brésil, Chili, Colombie, Corée, Hongrie, Mexique, Pérou, Philippines, Pologne, République tchèque, Thaïlande et Turquie. ² Argentine, Inde, Indonésie, Roumanie, Russie, Singapour et Taïwan (Chine). ³ Arabie Saoudite, Chine, Estonie, Hong-Kong RAS, Lettonie, Lituanie, Malaysia, Slovaquie, Slovénie et Venezuela. ⁴ Variation annuelle, en %. ⁵ Écart par rapport au centre de la bande-objectif ou à l'objectif implicite d'inflation du principal partenaire commercial (fixé à 1,8 pour la zone euro, et à 2,0 pour les États-Unis), en points de %. ⁶ Taux de la banque centrale ou taux du marché monétaire à court terme, corrigé des prévisions consensuelles (interpolées, à horizon 1 an) de hausse de l'IPC.

Sources : FMI ; Bloomberg ; © Consensus Economics ; Datastream ; données nationales ; calculs BRI.

Tableau III.6



réels, malgré la vigueur de l'activité et la forte expansion de la masse monétaire (graphique III.11). Mais les cours des actions, qui avaient beaucoup progressé, ont chuté en mai 2006 dans plusieurs pays.

Nous pouvons principalement conclure que le risque d'inflation dans les pays émergents, quoiqu'il soit difficile à évaluer à l'heure actuelle, a augmenté. L'expérience récente met également en relief les implications de la politique monétaire pour le système financier. Des interventions massives et prolongées ou un assouplissement monétaire visant à empêcher l'appréciation du change peuvent influencer sur la structure des bilans dans le secteur privé (surtout les banques), faire baisser les taux d'intérêt réels, stimuler la croissance du crédit et favoriser l'endettement. Les effets des déséquilibres qui en découlent, tant sur l'inflation que sur la croissance, mettront du temps à se concrétiser complètement, mais ils seront d'autant plus importants que la stimulation monétaire sera prolongée.

Risque d'inflation accru