

### III. Les économies émergentes

#### Faits marquants

Les économies émergentes ont continué d'enregistrer une forte croissance, une inflation modérée et des excédents des paiements courants en 2006 et au premier trimestre 2007. Cependant, des tensions inflationnistes ont parfois suscité des préoccupations, notamment en raison de la vigueur de la demande et d'incertitudes sur le prix des produits de base. Dans un certain nombre de cas, malgré un léger resserrement des conditions monétaires, la croissance du crédit est restée significative. Pour autant, l'assainissement budgétaire et une meilleure gestion de la dette ont renforcé la capacité de résistance de ces économies.

Après avoir résumé les développements récents et analysé les risques d'inflation ainsi que l'évolution des finances publiques dans les économies émergentes, le présent chapitre s'intéresse à deux thèmes. Premièrement, il examine les conséquences d'un basculement vers d'amples excédents des paiements courants, qui dépassent les entrées nettes de capitaux. Les investisseurs étrangers pourraient avoir plus d'influence sur les marchés d'actifs locaux que ne semblent l'indiquer les flux nets de capitaux, notamment de par leur importance maintenant acquise en termes de stocks. De plus, il est possible que les positions prises sur de tels actifs par le biais des produits dérivés ne soient pas toutes enregistrées. Les prix des actifs des économies émergentes ont vivement progressé, mais rien ne permet encore de savoir si les influences étrangères ont contribué à leur volatilité.

Le deuxième grand thème est l'émergence de la Chine dans le commerce mondial. Le rôle pivot de la Chine au sein d'un réseau de production intégré en Asie de l'Est a modifié les flux d'échange. Les importations de la Chine se composent, pour une bonne part, de biens intermédiaires qui doivent être transformés par son secteur d'exportation, les importations de biens de consommation finale pour la demande intérieure étant bien plus réduites. Les pays exportateurs de produits de base ont, généralement, bénéficié de l'accroissement de la demande chinoise. Cela étant, les avantages pour les voisins de la Chine et pour ses autres partenaires commerciaux émergents ne sont pas si nets ; certains pays ont perdu des parts de marché au profit de la Chine sur des marchés tiers, mais ont pu développer leurs exportations de biens intermédiaires et de biens d'équipement à destination du secteur d'exportation chinois. Un gonflement de la demande d'importations de la Chine pour satisfaire une consommation finale intérieure encore relativement faible offrirait de nouvelles opportunités à ses partenaires commerciaux, tout en augmentant la capacité de la Chine de compenser un éventuel ralentissement de la demande aux États-Unis. Enfin, l'émergence de la Chine a également des conséquences mitigées sur les politiques de change de ses voisins.

## Évolutions économiques

La croissance des économies émergentes, qui a continué de surprendre par sa vigueur, atteignant 7,4 % en 2006, contre 6,8 % sur la période 2003–2005 (tableau III.1), est restée solide au premier trimestre de 2007. Selon les dernières prévisions consensuelles, elle devrait légèrement se ralentir en 2007 par rapport à 2006, de manière limitée, il est vrai, dans certaines des économies où elle est la plus vive (Chine, Inde et Argentine, notamment). Au Brésil, où la lenteur persistante de la croissance a suscité des inquiétudes pour le moyen terme, la croissance s’est redressée l’an dernier, dépassant sa moyenne de 2003–2005, et devrait s’accélérer encore en 2007. De récentes révisions des comptes nationaux ont révélé une contribution plus importante du secteur des services et, par conséquent, une croissance plus rapide que

Une forte croissance, des excédents des paiements courants...

Croissance, inflation et solde des paiements courants									
	PIB réel <sup>1</sup>			Prix à la consommation <sup>1</sup>			Solde des paiements courants <sup>2</sup>		
	2003–05	2006	2007	2003–05	2006	2007	2003–05	2006	2007
Asie	7,9	8,8	8,2	3,4	3,4	3,5	193	357	355
Chine	9,6	10,7	10,3	2,3	1,5	2,8	92	239	243
Corée	4,0	5,0	4,5	3,3	2,2	2,4	19	6	3
Inde <sup>3</sup>	8,2	9,2	8,1	5,5	5,4	5,1	-1	-14	-19
Indonésie	5,1	5,5	6,0	7,7	13,1	6,7	3	10	8
Thaïlande	6,0	5,0	4,0	3,0	4,6	2,4	0	3	5
Autres <sup>4</sup>	5,3	5,6	5,0	2,0	2,7	2,2	80	114	114
Amérique latine	4,3	5,4	4,8	6,6	4,9	5,0	25	51	26
Argentine	9,0	8,5	7,6	7,3	9,8	9,1	6	8	7
Brésil	3,3	3,7	4,2	7,5	3,1	3,6	10	14	10
Chili	5,4	4,0	5,7	2,4	2,6	3,0	0	5	4
Mexique	2,8	4,8	3,1	4,2	4,1	3,6	-7	-1	-9
Venezuela	6,3	10,6	7,0	20,1	17,0	18,9	17	27	16
Autres <sup>5</sup>	4,8	7,2	6,1	4,6	3,4	3,9	-1	-1	-2
Europe centrale	4,3	5,5	5,1	2,5	1,9	3,2	-20	-20	-23
Hongrie	4,4	3,9	2,5	5,0	3,9	7,2	-8	-7	-6
Pologne	4,2	5,8	6,0	2,1	1,0	2,2	-7	-7	-11
République tchèque	4,6	6,1	5,2	1,6	2,5	2,5	-5	-6	-6
Russie	6,9	6,7	6,6	12,4	9,8	7,8	59	96	71
Turquie	7,4	6,1	4,7	12,6	9,6	8,9	-16	-31	-31
Afrique <sup>6</sup>	5,4	5,5	6,2	9,0	9,5	10,7	4	20	1
Afrique du Sud	4,3	5,0	5,0	3,5	4,6	5,3	-6	-16	-15
Moyen-Orient <sup>6</sup>	5,8	5,7	5,5	6,8	7,9	10,6	116	212	153
Total	6,8	7,4	7,0	5,3	4,8	5,0	362	685	551
G7	2,4	2,8	2,2	2,0	2,3	1,9	-457	-675	-583

Chiffres établis sur la base de prévisions (pour 2007) et d’estimations (pour 2006, dans certains cas) consensuelles publiées en mai 2007, ainsi que de données du FMI.

<sup>1</sup> Variation annuelle, en %. Régions : moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 2000. Moyenne sur la période ; Amérique latine : inflation en fin de période. <sup>2</sup> En milliards de dollars EU. Régions : somme des soldes des économies citées. <sup>3</sup> Année budgétaire commençant en avril ; les chiffres de l’inflation concernent les prix de gros. <sup>4</sup> Hong-Kong RAS, Malaysia, Philippines, Singapour et Taiwan (Chine). <sup>5</sup> Colombie et Pérou. <sup>6</sup> Selon les groupements régionaux du FMI, *Perspectives de l’économie mondiale*.

Sources : FMI, *Perspectives de l’économie mondiale* ; © Consensus Economics ; données nationales.

Tableau III.1

celle estimée auparavant. Les excédents courants ont augmenté en Afrique, en Amérique latine, en Asie, au Moyen-Orient et en Russie. En revanche, les déficits courants se sont creusés en Afrique du Sud, en Inde et en Turquie, et sont restés amples en Europe centrale.

S'agissant des composantes de la demande globale, les exportations nettes ont continué de contribuer positivement à la croissance en Chine et dans le reste de l'Asie. Par contre, leur contribution a reculé (mais reste positive) en Europe centrale et elle a été légèrement négative en Amérique latine ces deux dernières années. Comme les années précédentes, la demande intérieure reste un soutien déterminant de la croissance. La demande de biens de consommation a été forte dans la plupart des régions émergentes, tandis que les dépenses d'investissement ont également stimulé la croissance en Amérique latine, en Chine et en Europe centrale.

...et une inflation en légère hausse

L'inflation médiane dans les économies émergentes a augmenté, atteignant 3,7 % en 2006, contre 3,5 % en 2005, proche donc de la médiane pour la période 1999-2005. Des variations régionales importantes ont cependant été constatées. En Asie, l'inflation médiane est restée bien inférieure à celle observée dans d'autres régions en 2006, mais s'est inscrite nettement en hausse par rapport aux taux voisins de zéro de 2002. Elle s'est aussi fortement accélérée dans d'autres économies émergentes, quoiqu'elle ait eu tendance à reculer en Amérique latine. Même si ces évolutions sont difficiles à interpréter, comme on le verra plus loin, les risques d'inflation se sont accentués.

#### *Perspectives et défis en matière de politiques à mener*

Les économies émergentes sont confrontées à deux grands risques. L'un vient de ce qu'un ralentissement marqué de l'économie des États-Unis pourrait considérablement réduire la croissance. Pourtant, ce n'est pas autour de ce risque que s'articule la présente section, sauf pour observer que les perspectives sont mitigées. D'une part, le risque d'un ralentissement aux États-Unis ne peut être entièrement écarté (chapitre II), car il est difficile de déterminer le plein impact de la faiblesse du marché du logement dans ce pays. D'autre part, selon les prévisions consensuelles, la croissance aux États-Unis va se poursuivre à un rythme modéré en 2007. De plus, le risque pour les économies émergentes serait atténué si d'autres économies, y compris la Chine, le Japon et l'Union européenne, étaient en mesure de compenser un éventuel ralentissement de la demande aux États-Unis par une augmentation de leur propre demande intérieure.

Les risques d'inflation varient...

Cette section s'intéresse davantage à un autre risque, celui d'une accélération de l'inflation. L'an dernier, l'inflation a été un motif d'inquiétude dans plus d'un cas : jugée trop élevée dans certains pays (comme l'Argentine, la Russie et le Venezuela) et dépassant même sa fourchette-cible dans d'autres (notamment le Mexique), elle inquiétait par sa progression ailleurs. Ainsi, en Inde, après avoir baissé en 2005, l'inflation s'est fortement accentuée en 2006 (elle dépasse à présent la zone confortable définie pour le moyen terme par la Banque de Réserve), ce qui a fait craindre une poursuite de la hausse en 2007. En Chine, l'inflation IPC, qui est faible par rapport à d'autres pays, s'est

récemment nettement accélérée. En outre, il n'est pas complètement certain que les indicateurs de l'inflation disponibles en Chine reflètent avec précision les tensions inflationnistes sous-jacentes. En revanche, une amélioration a été constatée dans un certain nombre de cas, notamment au Brésil, en Indonésie, aux Philippines, ainsi qu'en Thaïlande, où l'inflation était un souci majeur l'an dernier. L'inflation a également reculé en Russie, même si elle reste élevée.

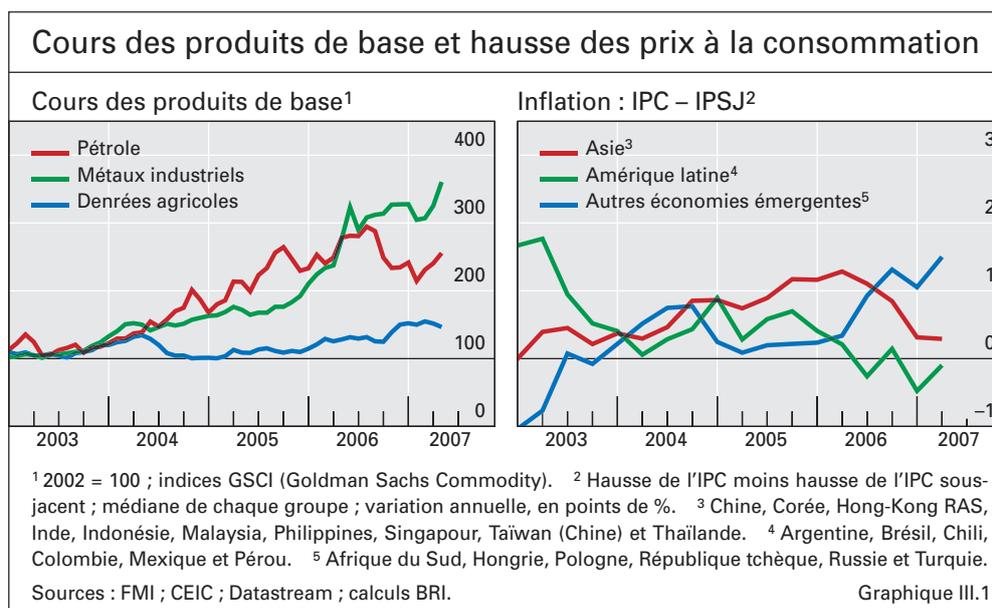
Les tensions inflationnistes risquent-elles de persister, voire de s'accroître dans certains pays ? Les écarts de production, la variation des prix relatifs, ainsi que les anticipations d'inflation pourraient fournir des éléments de réponse.

**Écarts de production.** Des estimations récentes donnent à penser que l'écart de production dans les économies émergentes s'est pratiquement résorbé ou est positif. Au Brésil, par exemple, qui a connu récemment une désinflation, les taux d'utilisation des capacités dans le secteur manufacturier sont, à quelque 82 %, relativement élevés. En Inde, ce chiffre serait proche de 100 %. Dans plusieurs pays, la croissance semble même supérieure à son potentiel. Cette forte demande témoigne, en partie, de chocs positifs sur les termes de l'échange (chez les exportateurs de produits de base) et de la situation favorable à l'échelle mondiale. Dans ces conditions, la souplesse relative des politiques monétaires (*infra*) pourrait augmenter les risques d'inflation future dans un certain nombre d'économies émergentes.

**Variation des prix relatifs.** Les cours des produits de base pétroliers et non pétroliers ont fortement augmenté ces dernières années (graphique III.1). Le secteur pétrolier illustre certains des problèmes et des risques potentiels d'inflation. Les cours pétroliers avaient reculé après leurs pics de la mi-juillet 2006 (\$77 le baril de West Texas Intermediate), mais ils ont rebondi depuis janvier 2007 (\$63 le baril à la mi-mai). Même si la croissance de la demande mondiale de pétrole s'est ralentie, revenant d'environ 4 % en 2004 à environ 1 % en 2006, le récent redémarrage des prix à la hausse est en partie le résultat de la forte demande de pays non membres de l'OCDE. Depuis peu, et dans une perspective à plus long terme, les questions d'offre gagnent en importance.

...mais sont accentués par le comblement des écarts de production...

...et l'augmentation des cours pétroliers



Ainsi, la décision de l'OPEP de réduire la production à partir de novembre 2006 semble avoir contribué à la récente hausse des cours pétroliers.

L'impact des hausses des cours pétroliers pourrait être significatif ; selon une étude récente, un doublement des prix du pétrole induit par l'offre pourrait stimuler l'inflation en Asie émergente de pas moins de 1,4 point de pourcentage par rapport à son niveau de référence. L'effet inflationniste serait plus prononcé si les pays importateurs de pétrole avaient des difficultés à financer les déficits des paiements courants qui en résulteraient, et également si les subventions qui, jusqu'à présent, ont limité les hausses des prix de l'énergie devaient être encore réduites ou éliminées. Ces subventions ont déjà été comprimées, à divers degrés, dans un certain nombre de pays d'Asie (l'Inde, l'Indonésie et la Thaïlande, par exemple).

À moyen terme, les réserves pétrolières devraient permettre de répondre à la forte demande attendue par les économies émergentes, à condition que les principaux producteurs maintiennent des investissements suffisants. Cependant, l'investissement à ce jour n'a pas atténué les contraintes liées aux capacités de production dans certains pays, ce qui est venu renforcer les craintes d'un plafonnement de la production pétrolière hors OPEP, exacerbant la dépendance envers un nombre restreint de producteurs. En attendant, les risques à court terme de fortes hausses des cours pétroliers restent importants. La capacité excédentaire de l'OPEP est parfois ramenée à de faibles niveaux, et des chocs sur l'offre ou la demande ont donc tendance à avoir un impact important, parfois persistant, sur les cours pétroliers.

De tels chocs se sont produits l'an dernier : désorganisation de la production pétrolière au Nigeria et de la capacité de raffinage aux États-Unis ; vague de froid inhabituelle aux États-Unis en février 2007, entraînant une forte diminution des stocks dans ce pays. La persistance de risques géopolitiques, dans lesquels interviennent des producteurs de pétrole comme l'Irak et l'Iran, accentue le risque de la volatilité des cours.

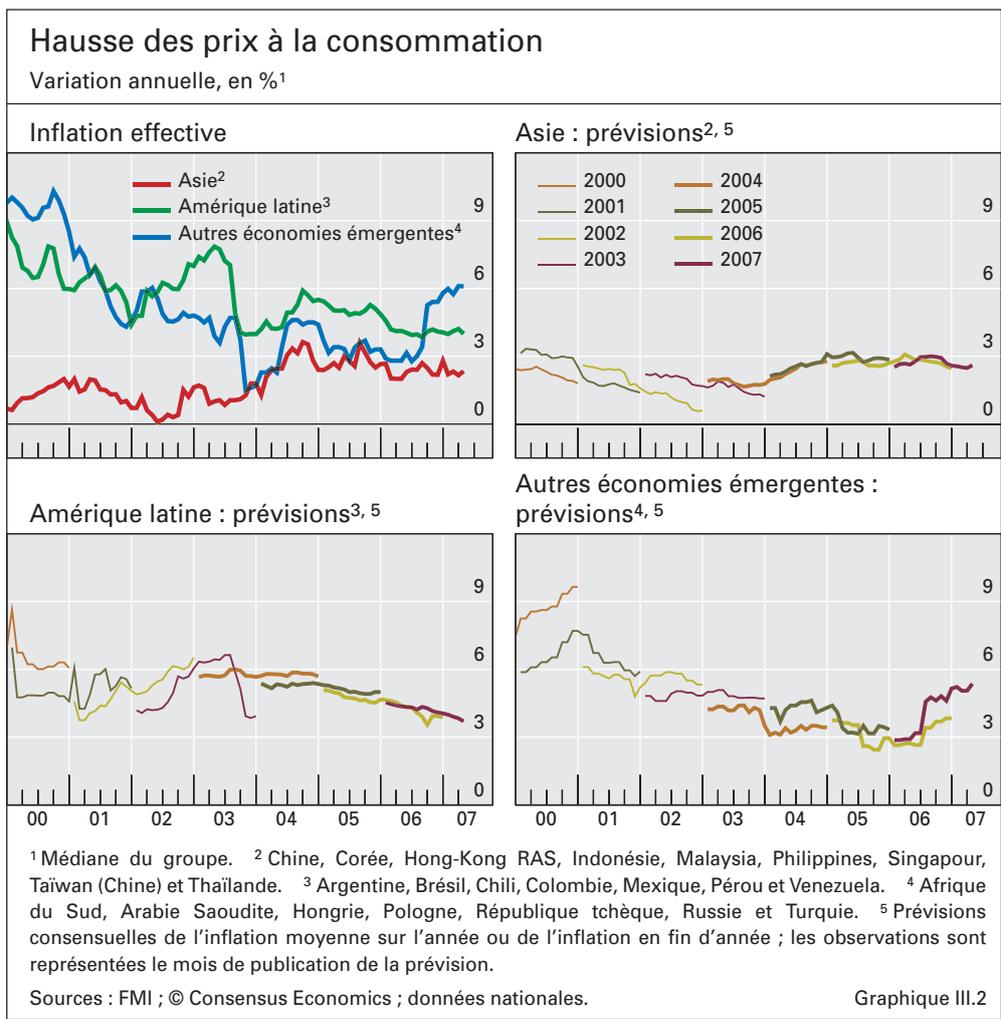
Deux remarques supplémentaires peuvent être formulées concernant les cours des produits de base. Premièrement, compte tenu des longs délais pour constituer des capacités d'extraction minière, les contraintes liées à l'offre dans le secteur des métaux perdureront face à la forte demande en Chine et dans d'autres économies émergentes. Deuxièmement, dans des pays comme l'Afrique du Sud, la Chine et le Mexique, l'augmentation des prix des produits agricoles a aussi fortement contribué à l'accélération de l'inflation IPC. Ces hausses de prix ont fait preuve d'une certaine persistance et on craint particulièrement qu'elles n'influencent les anticipations d'inflation dans certains cas.

*Anticipations d'inflation.* Sur la base des prévisions consensuelles comme indicateur des anticipations, le graphique III.2 montre que l'inflation en Asie en 2007 devrait rester en deçà de 3 %, ce qui est encore relativement bas. De plus, les prévisions d'inflation récentes ont été stables en Asie. Par contre, elles ont été nettement revues à la hausse ailleurs, après une période prolongée de déclin, tandis qu'elles ont reculé ces dernières années en Amérique latine.

Les anticipations d'inflation sont pertinentes car elles peuvent entraîner des revendications salariales. On estime, de manière générale, que les apports

Les investissements tardent dans le secteur pétrolier

Les prévisions d'inflation dressent un tableau mitigé...



considérables à la population active mondiale générés par l'intégration croissante de la Chine et de l'Inde au sein de l'économie mondiale ont pesé sur les salaires. Cet impact pourrait être renforcé dans les pays disposant d'importantes ressources de main-d'œuvre agricole. Cependant, des études récentes concluent que, même si les salaires de travailleurs non qualifiés ont effectivement stagné dans certaines grandes économies émergentes (Brésil, Chine et Inde), ceux de la main-d'œuvre qualifiée ou non directement liée à la production (cols blancs et postes d'encadrement ou dans des services passant souvent pour nécessiter davantage de qualifications) ont augmenté rapidement. Par exemple, depuis 2000, les salaires réels du secteur manufacturier ont progressé à un rythme annuel cumulé de plus de 11 % en Chine et en Russie. Les salaires réels des travailleurs non directement liés à la production ont également augmenté en Inde au début de cette décennie (d'environ 3,8 % par an). La possibilité que les anticipations d'inflation se traduisent par des revendications salariales inquiète particulièrement les pays où les prix des produits alimentaires ont fortement progressé.

Les anticipations d'inflation pourraient-elles brusquement se modifier ? L'un des enseignements de l'épisode de volatilité des marchés en mai-juin 2006 (chapitre VI) et des flambées récentes des prix des produits agricoles est que l'inflation de l'année en cours ou anticipée peut brutalement connaître une

...mais les anticipations pourraient influencer la détermination des salaires

Les anticipations peuvent changer brutalement

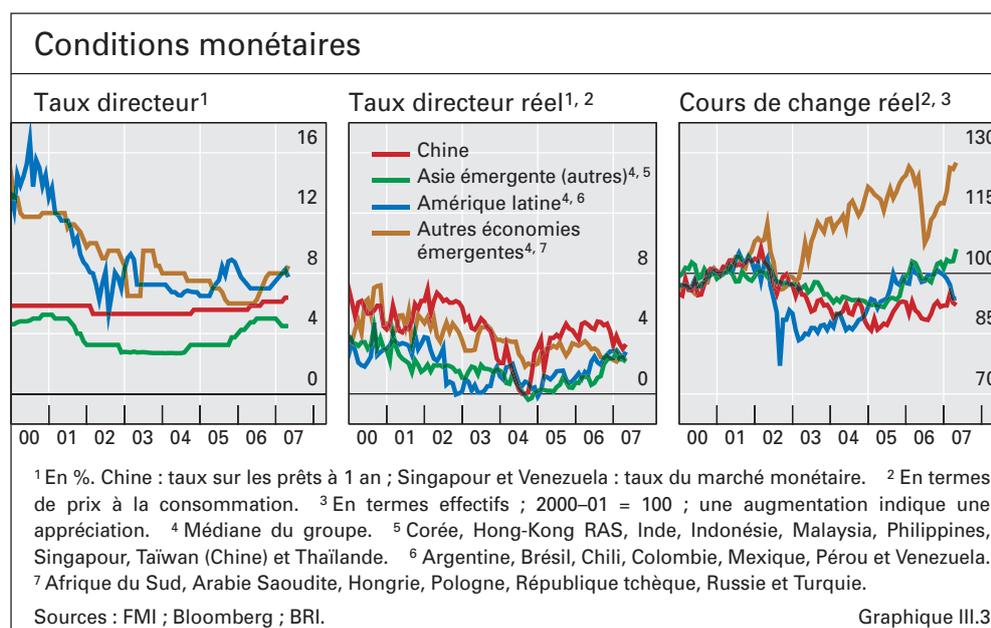
vive hausse et dépasser les objectifs fixés, ce qu'illustrent les exemples de la Turquie et du Mexique. En Turquie, la volatilité de marché en mai-juin 2006 a déclenché une forte dépréciation qui, selon les estimations, aurait fait grimper de 3,5 points de pourcentage le taux d'inflation pour l'année concernée et provoqué une hausse sensible des prévisions du secteur privé tant pour 2006 (à 10 %, contre un peu plus de 7 %) que pour 2007 (à 7,8 %, contre 5,6 %). Dans le cas du Mexique, l'inflation a dépassé, fin 2006, le plafond de 4 % de l'objectif d'inflation (3 % ± 1 %), notamment en raison d'une flambée du cours du maïs. Les prix mondiaux du maïs en dollars EU ont augmenté de 58 % entre juillet 2006 et avril 2007, ce qui s'explique en partie par la réorientation de cette culture vers la production d'éthanol, un biocarburant. Par la suite, l'inflation et les prévisions d'inflation pour le Mexique sont restées proches du sommet de la cible d'inflation ou au-dessus.

Pour résumer, malgré une inflation dans l'ensemble modérée dans les économies émergentes, un certain nombre de risques existent. Des contraintes de capacités pourraient poser problème et de fortes augmentations des cours des produits de base sont envisageables. En conséquence, de soudaines révisions à la hausse de l'inflation et des anticipations d'inflation ne peuvent être exclues.

### Politique monétaire

Dans ce contexte, la politique monétaire a eu tendance à se resserrer depuis 2004. On a pu cependant observer des disparités considérables et, parfois, le rythme du resserrement s'est même ralenti depuis le second semestre 2006 (graphique III.3). Un relèvement régulier des taux directeurs a été constaté en Inde (175 pb depuis décembre 2004) et en Chine (81 pb), complété par d'autres mesures de rigueur (*infra*). Dans d'autres pays d'Asie, toutefois, depuis mi-2006 environ, les taux directeurs ont soit cessé d'augmenter, soit reculé. Dans certains cas, notamment en Indonésie, aux Philippines et en

Un resserrement  
monétaire  
modéré...



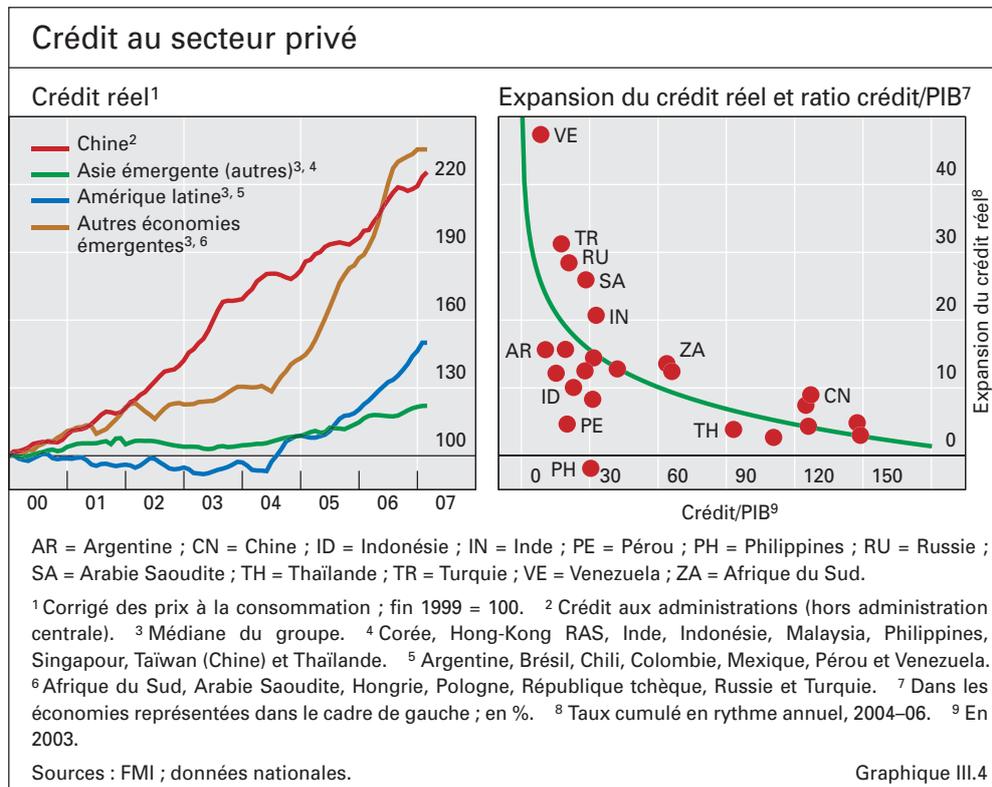
Thaïlande, il s'agissait d'une réponse à l'apparition de signes de désinflation. On observe les mêmes résultats mitigés en matière de politique monétaire, en Amérique latine et ailleurs. La désinflation a entraîné un recul des taux au Brésil et, pendant un temps, au Mexique. En revanche, trois pays présentant des déficits des paiements courants et ayant fait l'objet de pressions à la baisse pendant l'épisode de volatilité des marchés de mai-juin 2006 ont dû relever sensiblement leurs taux d'intérêt : la Turquie, de 425 pb, et l'Afrique du Sud et la Hongrie, de 200 pb chacune. En Hongrie, cependant, la hausse des taux d'intérêt traduisait également les inquiétudes quant aux déficits budgétaires.

Les conséquences de ces mesures sur les indicateurs courants des conditions monétaires ont été variables (graphique III.3, cadres du milieu et de droite). Les taux directeurs réels ont commencé à augmenter en Chine et dans d'autres économies émergentes il y a quelques années. Les taux directeurs réels médians ont convergé à plus de 2 % dans d'autres économies d'Asie et d'Amérique latine, ou à plus de 3 % ailleurs (comme en Chine). Il est intéressant de noter qu'en Chine, les taux d'intérêt réels seraient négatifs si l'indicateur retenu des conditions monétaires était un taux interbancaire, plutôt que le taux établi par la banque centrale. Un peu partout, ces taux d'intérêt réels sont nettement inférieurs aux taux élevés de croissance potentielle, ce qui donne à penser que les conditions monétaires sous-jacentes sont restées relativement expansionnistes.

La croissance rapide du crédit réel au secteur privé dans plusieurs économies émergentes renforce l'impression de souplesse des conditions monétaires (graphique III.4). Depuis la fin de 2003, où des augmentations du

...mais des résultats expansionnistes

La croissance rapide du crédit réel au secteur privé...



crédit réel au secteur privé sont apparues distinctement dans toutes les régions, son taux annuel cumulé s'est établi à près de 9 % en Chine, 5 % dans les autres économies émergentes d'Asie, 15 % en Amérique latine et 21 % ailleurs. Les taux de croissance les plus rapides ont été observés au Venezuela (47 %) ainsi qu'en Inde, en Russie, en Arabie Saoudite et en Turquie (par ordre ascendant, de 21 % à 31 %). Dans certains pays d'Europe centrale et orientale, ce phénomène n'est pas sans susciter des inquiétudes, les emprunts des ménages étant pour une bonne part libellés en devises.

...résulte de  
facteurs structurels  
et conjoncturels

La croissance du crédit résulte de facteurs structurels et conjoncturels. Parmi les premiers, la « financiarisation » semble être un contributeur particulièrement important. De fait, les taux les plus rapides de croissance du crédit réel au secteur privé ont été observés dans les pays présentant des ratios crédit/PIB faibles (graphique III.4, cadre de droite). Dans certaines régions, comme l'Europe centrale, l'exacerbation de la concurrence dans le secteur bancaire et l'intégration financière ont aussi grandement contribué à stimuler la croissance du crédit. Au nombre des facteurs conjoncturels, on peut citer le dynamisme des performances économiques et, comme on le verra plus loin, les efforts pour contenir les tensions à la hausse des taux de change.

L'appréciation des  
monnaies restreint  
la demande...

Si les taux directeurs et la croissance du crédit témoignent de conditions monétaires relativement accommodantes, une nette appréciation du cours de certaines monnaies va dans le sens d'une contraction de la demande. De décembre 2004 à mars 2007, l'appréciation réelle a été supérieure à 10 % en Corée, en Malaisie et en Thaïlande, a dépassé 20 % en Indonésie, et, en dehors de l'Asie, a atteint 34 % au Brésil. En contribuant à la désinflation et en pesant sur la demande globale, elle a sans doute permis à plusieurs pays d'abaisser leurs taux directeurs ou de prendre d'autres mesures d'assouplissement. Ces pressions semblent avoir été parfois telles qu'elles ont incité les autorités à réduire les taux d'intérêt pour contenir des entrées de capitaux « indésirables ».

Cela étant, si elles contribuent à la désinflation, ces tensions sur les monnaies ont suscité des inquiétudes pour au moins trois raisons. D'abord, elles ont un impact négatif sur la concurrence et le secteur des biens échangeables. Ensuite, en atténuant les augmentations de taux d'intérêt, elles peuvent encourager un renchérissement des produits non échangeables, surtout ceux liés au logement. Enfin, elles peuvent facilement s'inverser, ce qui peut obliger à des augmentations significatives du taux directeur. Certaines des plus fortes hausses nominales de taux directeurs depuis le début de 2006 ont été observées en Afrique du Sud et en Turquie. Ces pays ont connu d'importantes pressions à la baisse sur leurs taux de change pendant l'épisode de volatilité des marchés en mai-juin 2006.

...mais donne lieu  
à des interventions  
massives

Non seulement les tensions à la hausse sur les changes ont permis que les taux directeurs soient fixés à des niveaux inférieurs à ce qu'ils seraient autrement, mais elles ont donné lieu à des interventions massives, ce qui s'est traduit par une accumulation très importante et persistante de réserves de change (chapitre V) rendant, par voie de conséquence, nécessaires des opérations de stérilisation. Dans plusieurs pays, y compris en Chine, les opérations de stérilisation par augmentation des réserves obligatoires et par ventes de titres de la banque centrale se sont révélées de plus en plus difficiles

ou ont provoqué des effets secondaires indésirables. Les réserves obligatoires rémunérées à un taux inférieur à celui du marché sont de fait un impôt sur les banques. Sur des marchés qui ne sont pas totalement intégrés, la vente d'instruments de stérilisation peut en fait porter leurs taux de rendement à des niveaux qui attirent encore plus d'entrées de capitaux.

Plusieurs pays ont également eu recours à des mesures prudentielles pour freiner la croissance rapide du crédit et répondre aux préoccupations de stabilité financière ou sectorielle. Ainsi, en Inde, les pondérations des risques ont été renforcées pour les crédits au logement (de 50 % à 75 %, mesure annulée par la suite), l'immobilier commercial (de 100 % à 150 %) et le crédit à la consommation (de 100 % à 125 %). Les normes générales de provisionnement des prêts dans des secteurs spécifiques ont aussi été durcies.

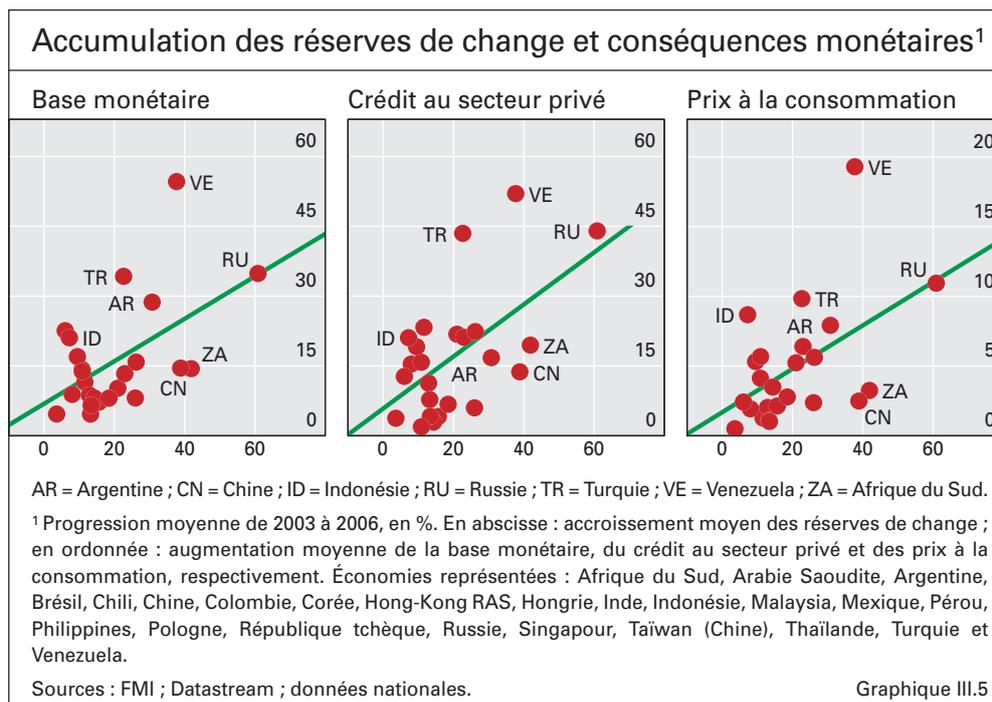
L'incitation aux sorties de capitaux et l'assouplissement des conditions d'achat ou de détention d'avoirs en devises par les résidents ont été un autre moyen de chercher à réduire l'impact des entrées de capitaux. Les restrictions relatives aux investissements étrangers ou à la détention d'actifs libellés en devises ont été assouplies l'an dernier en Chine, en Corée, en Inde et en Thaïlande. Les mesures prises prévoient notamment le relèvement du plafond des dépôts en devises pour les entreprises résidentes (Thaïlande), l'autorisation d'achats plus importants de devises (Chine), des incitations aux résidents pour qu'ils investissent dans des titres étrangers et dans des actifs immobiliers étrangers (Corée), ou encore l'accroissement des investissements de portefeuille autorisés à l'étranger (Chine et Inde). Toutefois, rien ne permet de savoir, à l'heure actuelle, dans quelle mesure ces initiatives atténuent en pratique les tensions à la hausse des taux de change.

Face à des tensions persistantes sur sa monnaie, la Thaïlande a essayé de restreindre les entrées de capitaux. Au début, elle a limité la détention de titres

On a recours aussi à des mesures prudentielles...

...ainsi qu'à des mesures pour encourager les sorties de capitaux...

...ou le contrôle des capitaux



par des non-résidents et les crédits des non-résidents aux institutions financières nationales non liés à une opération commerciale ou à un investissement. En décembre 2006, des réserves obligatoires non rémunérées sur les entrées de capitaux à court terme ont été exigées, comme le Chili l'avait fait par le passé. Un certain nombre de ces contrôles ont été réduits depuis, après une réaction extrêmement négative des marchés concernés, pendant que les tensions sous-jacentes sur le baht thaïlandais se relâchaient. Plus récemment, la Colombie a imposé des contrôles semblables sur les mouvements de capitaux.

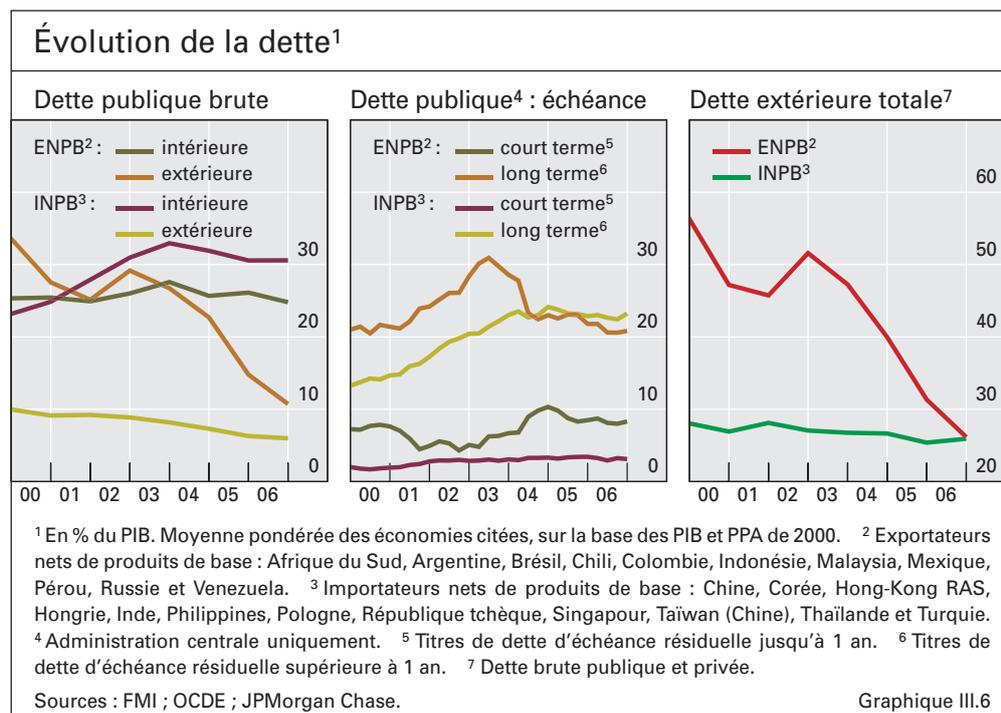
Une accumulation de réserves expansionniste ?

À en croire les commentaires des banques centrales et des marchés, les opérations de stérilisation et les mesures complémentaires évoquées plus haut n'ont pas totalement réussi à limiter la liquidité associée aux entrées de devises. D'ailleurs, depuis 2003, l'accumulation de réserves semble être largement allée de pair avec une croissance rapide de la base monétaire et du crédit ainsi qu'avec une accélération de l'inflation (graphique III.5). S'il faut interpréter ces corrélations simples avec prudence, elles renforcent néanmoins l'impression que des conditions monétaires relativement accommodantes associées à des tensions sur la monnaie pourraient tout de même entraîner une accélération de l'inflation.

## Ajustement budgétaire à moyen terme et gestion de la dette

### Stabilisation et réduction de la dette

Dans les économies émergentes, la capacité de résistance et celle d'attirer des investissements dépendent, dans une large mesure, de l'état des finances publiques et de la volonté de procéder à des ajustements budgétaires. Les autorités ont cherché activement à renforcer la stabilité macroéconomique en



consolidant ou réduisant la dette publique et en menant des opérations de gestion de la dette destinées à améliorer les conditions de son financement.

La dette publique brute (graphique III.6 cadre de gauche, somme de la dette intérieure et extérieure) a reculé non seulement dans les économies exportatrices nettes de produits de base, mais aussi dans celles qui en sont importatrices nettes. Entre 2003 et 2006, le ratio dette/PIB médian pour l'ensemble des économies émergentes a diminué de 14 points de pourcentage, pour s'inscrire à 33 % ; le Brésil, le Chili, la Colombie, l'Indonésie, le Pérou, les Philippines, la Russie, la Thaïlande, la Turquie et le Venezuela sont ainsi parvenus à réduire leur dette de plus de 10 % du PIB.

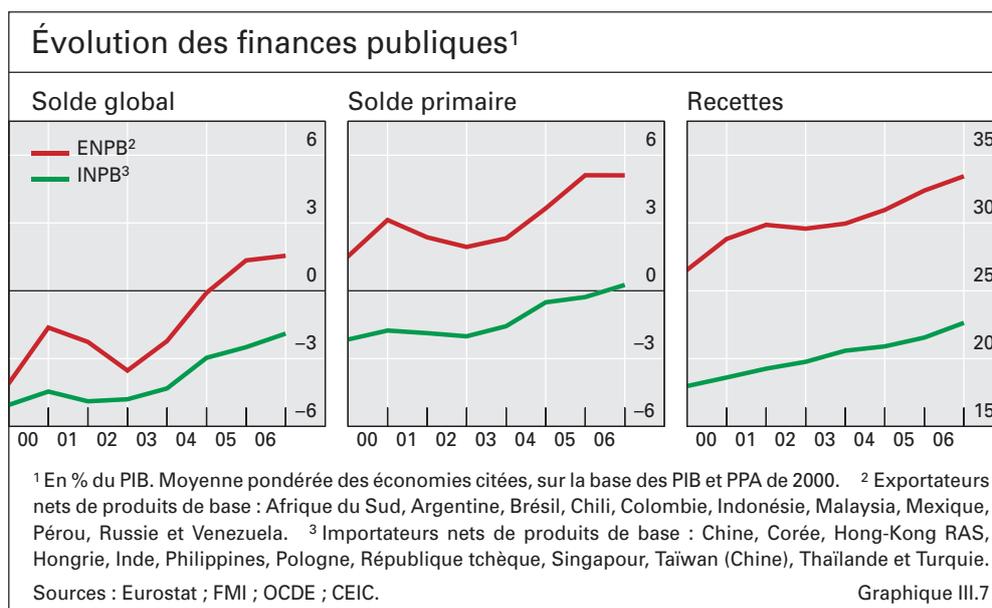
La baisse des ratios de la dette publique brute témoigne en partie du dynamisme de la croissance, de la faiblesse des taux d'intérêt et, dans les pays dont une part importante de la dette est libellée en devises, des effets de l'appréciation de la monnaie. Cependant, le pilier le plus durable de la réduction de la dette est l'amélioration structurelle du solde des finances publiques. Comme le montre le graphique III.7, les déficits budgétaires ont diminué et les recettes publiques ont augmenté, en particulier chez les exportateurs nets de produits de base. Ces résultats sont le signe d'une amélioration sensible de la discipline budgétaire ; les soldes primaires (qui excluent les paiements d'intérêts sur la dette) se sont considérablement renforcés ces dernières années (graphique III.7, cadre du milieu) et ont contribué à réduire la dette depuis 2000.

Selon les estimations, les soldes primaires ont légèrement augmenté en 2006, et certains signes donnent à penser que les améliorations budgétaires observées jusqu'à ce jour pourraient perdurer. Pour les pays qui bénéficient d'importantes recettes de leurs produits de base ou d'une croissance vigoureuse, la principale préoccupation aura été de veiller à ce que les dépenses cycliques n'augmentent pas en proportion. Dans le même ordre d'idées, un certain nombre de pays ont créé des fonds de stabilisation afin de

La dette publique brute a reculé...

...et les efforts budgétaires ont joué un rôle

Les améliorations budgétaires pourraient perdurer



pouvoir lisser les dépenses publiques pendant les périodes difficiles, en utilisant les recettes accumulées pendant les périodes fastes. Quelques-uns sont allés au-delà en instituant des fonds de richesse nationale afin d'aider les générations futures au moment où les ressources nationales non renouvelables se tariront. Ainsi, début février 2008, le fonds de stabilisation actuel du pétrole en Russie sera scindé en un fonds de réserve et un fonds pour les générations futures. En plus des taxes sur le pétrole brut (actuellement affectées au premier fonds), les deux fonds recevront le plus gros des recettes provenant de la taxe sur l'extraction pétrolière et gazière, ainsi que des droits d'exportation applicables au pétrole, au gaz et aux produits pétroliers. Le fonds de réserve sera maintenu à un niveau équivalant à 10 % du PIB. Même si Singapour n'a pas de ressources minérales, la Government Investment Corporation gère, depuis de nombreuses années, ce qui correspond à un fonds de richesse nationale pour le compte de l'État, investissant les excédents des contributions de l'État et des travailleurs dans un fonds géré par l'État.

Les soldes budgétaires suscitent encore des inquiétudes

Néanmoins, les soldes budgétaires suscitent des inquiétudes. La dette publique de plusieurs pays dépasse 50 % du PIB, alors même que les conditions actuelles sont inhabituellement favorables. On a pu constater par le passé que les pays ayant un ratio d'endettement aussi élevé tendent à ne pas satisfaire les critères de viabilité de la dette (autrement dit, les soldes primaires n'augmentent pas pour contrer le gonflement de la dette). Même les pays qui répondent actuellement à ces critères de viabilité pourraient ne plus y parvenir si la croissance économique ou les prix des produits de base devaient fortement chuter, ou si les taux d'intérêt devaient augmenter sensiblement pendant une période prolongée.

#### *Gestion de la dette*

La viabilité de la dette dépend de sa composition et de son ampleur. Des échéances rapprochées exposent les emprunteurs aux risques de taux d'intérêt et de refinancement, une part importante libellée en devises expose au risque de change.

Les opérations de gestion de la dette pour améliorer la capacité de résistance...

Pour réduire ces risques, et pour augmenter leur capacité de résistance aux chocs, un certain nombre d'économies émergentes se sont lancées dans des opérations de gestion de la dette. Ces opérations, qui s'inscrivent parfois dans un cadre formel (comme au Mexique), visent l'amélioration des conditions de financement, l'allongement des échéances, la réduction des asymétries de devises et le recours plus général aux marchés de capitaux nationaux plutôt qu'internationaux. Ainsi, en septembre 2006, la Turquie a engagé une opération d'allongement des échéances, en lançant une obligation mondiale à 10 ans contre espèces et obligations assorties d'un coupon plus élevé et à échéance plus proche. D'autres opérations étaient axées sur le remplacement de la dette extérieure par une dette intérieure libellée en monnaie locale. Bien que de telles opérations puissent alourdir le coût immédiat de financement (la dette en monnaie locale est généralement assortie d'un taux supérieur à celle en devise), elles réduisent la vulnérabilité du pays à la dépréciation du change. À cette fin, le Mexique a racheté, en

août 2006, \$12 milliards de crédits et d'obligations extérieurs en échange d'engagements en pesos. Parallèlement, les économies émergentes ont cherché à augmenter l'émission de titres d'emprunt à taux fixe à échéances éloignées.

Au final, ces opérations ont, en premier lieu, allongé l'échéance moyenne de la dette publique non utilisée dans les opérations de stérilisation, comme le montre l'augmentation de la dette à long terme par rapport à celle à court terme dans les pays importateurs nets de produits de base (graphique III.6, cadre du milieu). Sans compter que la classification présentée ne fait pas apparaître l'allongement à l'intérieur de l'échéancier de plus de 1 an, ainsi qu'on a pu l'observer au Mexique, par exemple. En second lieu, la part de la dette en devises a régressé, ce qui diminue l'exposition aux fluctuations de change. Au Brésil, la part de la dette extérieure ou liée au change, nette des réserves, a été ramenée de près de 39 % du PIB en 2002 à moins de 10 % en 2006. En Turquie, les ratios correspondants ont reculé de 56 % à 36 %. Les asymétries de devises globales, cause principale des crises des années 1980 et 1990, ont été réduites. Comme beaucoup d'économies émergentes présentent des excédents, la dette publique et la dette extérieure totale ont diminué (graphique III.6, cadres de gauche et de droite), ce qui a augmenté la capacité de résistance de ces économies.

...allongent les échéances et allègent la dette extérieure

## Flux de devises et prix des actifs dans les économies émergentes

Une des leçons des crises des années 1990 est que les flux de capitaux peuvent grandement influencer sur les résultats macroéconomiques. La crise asiatique de 1997 a été précédée par des tensions sur les changes, associées à des entrées de capitaux, et à une liquidité abondante, source d'augmentation des prix des actifs. L'assèchement ou le retournement des flux étaient alors liés à une vive dépréciation des monnaies, à l'effondrement des prix des actifs et à une grave récession. Les déficits antérieurs des paiements courants et les pertes dues aux asymétries de devises ont aggravé ces problèmes, entraînant parfois des crises bancaires.

La situation actuelle présente quelques similitudes avec celle qui prévalait avant 1997 : tensions sur les changes, liquidités abondantes et augmentation des prix des actifs, notamment. Il existe cependant aussi des différences de taille. À quelques exceptions notables près, les tensions sur les changes se sont accompagnées d'excédents des paiements courants. De plus, les réserves ont atteint des niveaux records, qui dépassent les seuils traditionnels acceptables dans la plupart des économies émergentes.

### *Synthèse des observations*

Les économies émergentes regorgent actuellement de liquidités étrangères. L'appréciation brutale du cours de change dans certains pays en est un signe. Un autre en est l'importante accumulation des réserves, lesquelles ont rapidement augmenté ces dernières années dans un ensemble d'économies émergentes, pour atteindre, fin 2006, \$3 000 milliards, soit environ 27 % de leur PIB. La Chine explique l'essentiel de l'augmentation de 2006 (près de 44 %),

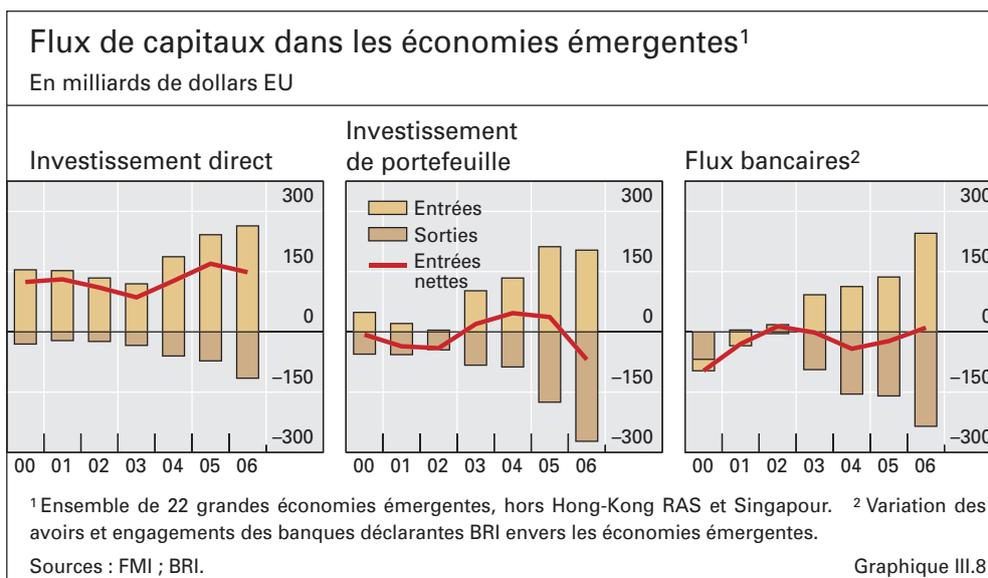
Les économies émergentes regorgent de liquidités étrangères...

mais la Russie (21 %) ainsi que l'Inde, la Corée et le Brésil (5–7 % pour chacun de ces pays) y ont aussi contribué fortement (tableau III.2 et chapitre V).

...dues à des excédents des paiements courants

Contrairement aux années 1990, la principale source d'entrées de devises ces dernières années aura été les excédents des paiements courants plutôt que les flux de capitaux. L'excédent agrégé des paiements courants des économies émergentes a augmenté pour dépasser \$600 milliards en 2006. Les entrées nettes de capitaux privés ont représenté globalement moins de la moitié de la valeur des excédents des paiements courants. D'ailleurs, si les afflux nets de capitaux privés (exprimés en dollars EU) sont proches de sommets

<b>Balance des paiements</b>					
En milliards de dollars EU					
	Moyenne annuelle 1996–97	Moyenne annuelle 1998–2003	2004	2005	2006
<b>Économies émergentes<sup>1</sup></b>					
Solde des paiements courants	-83	93	300	512	638
Flux nets de capitaux privés	208	88	239	257	256
Flux nets du secteur officiel	10	-1	-58	-123	-144
Variation des réserves de change <sup>2</sup>	-95	-156	-508	-590	-738
<b>Asie</b>					
Solde des paiements courants	-12	109	172	245	340
Flux nets de capitaux privés	82	11	143	70	54
Flux nets du secteur officiel	-1	-1	-7	-3	-10
Variation des réserves de change <sup>2</sup>	-41	-112	-339	-284	-366
<b>Amérique latine</b>					
Solde des paiements courants	-53	-43	20	35	49
Flux nets de capitaux privés	86	41	13	34	10
Flux nets du secteur officiel	1	10	-9	-30	-18
Variation des réserves de change <sup>2</sup>	-22	-3	-23	-33	-47
<b>Europe centrale et orientale</b>					
Solde des paiements courants	-20	-25	-59	-63	-89
Flux nets de capitaux privés	28	37	75	118	121
Flux nets du secteur officiel	-1	-1	-7	-8	-5
Variation des réserves de change <sup>2</sup>	-9	-10	-14	-48	-21
<b>Communauté des États indépendants</b>					
Solde des paiements courants	-1	27	63	88	99
Flux nets de capitaux privés	-4	-1	8	38	66
Flux nets du secteur officiel	-2	-5	-7	-22	-33
Variation des réserves de change <sup>2</sup>	1	-13	-54	-76	-127
<b>Moyen-Orient</b>					
Solde des paiements courants	13	31	99	189	212
Flux nets de capitaux privés	9	-4	-7	-11	-6
Flux nets du secteur officiel	1	-11	-34	-61	-81
Variation des réserves de change <sup>2</sup>	-10	-11	-45	-105	-126
Les chiffres du solde des paiements courants peuvent ne pas concorder avec ceux figurant au tableau III.1 en raison de découpages géographiques différents.					
<sup>1</sup> Y compris l'Afrique. <sup>2</sup> Un signe négatif indique une augmentation.					
Source : FMI, <i>Perspectives de l'économie mondiale</i> .					
					Tableau III.2



historiques, supérieurs même aux pics observés au milieu des années 1990, dans certaines grandes régions, ils ont reculé considérablement en pourcentage du PIB. L'investissement direct étranger (IDE) et les flux bancaires dépassent à présent les flux d'investissements de portefeuille (graphique III.8). Cependant, les flux de capitaux vers certaines régions (comme la Communauté des États indépendants et l'Europe centrale et orientale) ont été particulièrement importants. Les entrées massives de capitaux ont aussi continué à financer les déficits des paiements courants en Afrique du Sud, en Hongrie, en Inde et en Turquie.

Cette structure des soldes internationaux a trois conséquences. Premièrement, l'ampleur des excédents des paiements courants implique que les économies émergentes sont moins vulnérables que par le passé aux chocs et aux assèchements des flux de capitaux. Pendant l'épisode de volatilité des marchés financiers en 2006, ce sont les pays présentant d'importants déficits des paiements courants qui se sont révélés les plus vulnérables aux tensions financières. En outre, la forte proportion d'IDE assez stable dans les flux de capitaux rend moins probable un renversement de flux.

Deuxièmement, compte tenu des politiques des pouvoirs publics, les excédents actuels des paiements courants pourraient donner lieu à des tensions persistantes sur les monnaies. Certaines économies émergentes continuent d'imposer aux exportateurs la vente de devises tout en restreignant les sorties de capitaux, entraînant des entrées massives de devises provenant des excédents des paiements courants ainsi que des flux de capitaux. De nombreux pays continuent de résister aux tensions sur la monnaie qui s'ensuivent, avec les conséquences évoquées précédemment.

Troisièmement, les flux nets de capitaux peuvent sous-évaluer l'ampleur des participations étrangères dans les économies émergentes, en particulier comme il ressort des entrées brutes et des participations étrangères croissantes dans les actifs nationaux. Les entrées brutes d'investissements de portefeuille ont été souvent significatives ces dernières années

Une moindre vulnérabilité aux assèchements

Les politiques publiques accentuent les tensions

Des entrées brutes significatives

(graphique III.8). Par exemple, selon une estimation récente, les entrées brutes de capitaux dans les économies émergentes d'Asie, à environ 5–6 % du PIB en 2006, sont proches de leurs sommets du milieu des années 1990 (avant les crises en Asie et en Russie). En conséquence, les participations étrangères sous forme d'instruments de dette en monnaie locale ont sensiblement augmenté en Afrique du Sud, au Brésil, en Hongrie, en Indonésie, en Malaysia, au Mexique, en République tchèque, en Russie et en Turquie, même si, hormis en Europe centrale, elles restent relativement peu importantes. De plus, la part des marchés émergents qui est ouverte aux investisseurs étrangers (sur la base des capitalisations boursières) est comparativement élevée, à environ 34 % du total en décembre 2006 (d'après l'indice IFC). Cependant, il est difficile de dégager une tendance en la matière en raison de la volatilité des indices boursiers et de leurs composantes accessibles aux investisseurs étrangers.

La participation étrangère dans les marchés d'actifs a augmenté...

Grands fonds et investisseurs institutionnels des marchés développés, ainsi que fonds spéculatifs, sont à l'origine de la plus grosse part des entrées brutes d'investissements de portefeuille dans les économies émergentes. Les fonds de pension et les fonds obligataires diversifient progressivement leurs portefeuilles à l'échelle internationale en y incluant les marchés des économies émergentes, tandis que, selon certaines estimations, les actifs sous gestion des fonds spéculatifs axés sur les marchés émergents ont nettement augmenté ces dernières années (chapitre VI). En outre, les investisseurs étrangers peuvent, de plus en plus, prendre des positions sans que cela n'apparaisse nécessairement dans les données relatives aux flux de capitaux, et ce, notamment en recourant activement aux produits dérivés, en particulier les contrats à terme non livrables dans des monnaies d'économies émergentes.

...ce qui reflète les effets d'attraction et d'incitation

Plusieurs facteurs économiques semblent favoriser la participation étrangère sur les marchés d'actifs des économies émergentes : parmi eux figurent des facteurs d'incitation comme l'accentuation du goût pour le risque, la faiblesse persistante des rendements relatifs sur les marchés des pays développés et le recyclage des pétrodollars vers les économies émergentes non productrices de pétrole. Les facteurs d'attraction, comme l'amélioration des paramètres fondamentaux, ont aussi joué un rôle important. Ainsi, la réduction de la dette extérieure ou publique (*supra*) s'est traduite par le relèvement des notations des signatures souveraines, ce qui a attiré les investisseurs étrangers. En permettant de suivre bien plus facilement les évolutions dans le pays, les progrès technologiques ont, eux aussi, encouragé l'investissement sur les marchés financiers émergents.

Les sorties de capitaux ont masqué les entrées

Le gonflement des entrées de capitaux a été masqué par les sorties importantes de capitaux, ce qui reflète l'accroissement du stock d'actifs financiers privés au sein des économies, la libéralisation des sorties de capitaux et l'investissement étranger par les pouvoirs publics (y compris les fonds de stabilisation des produits de base ou les fonds de richesse nationale déjà cités). Ces deux dernières années, les sorties brutes de portefeuille ont été relativement élevées (par rapport aux autres économies émergentes) en Arabie Saoudite, en Chine, en Corée, en Malaysia et en Russie.

### Conséquences pour les marchés d'actifs dans les économies émergentes

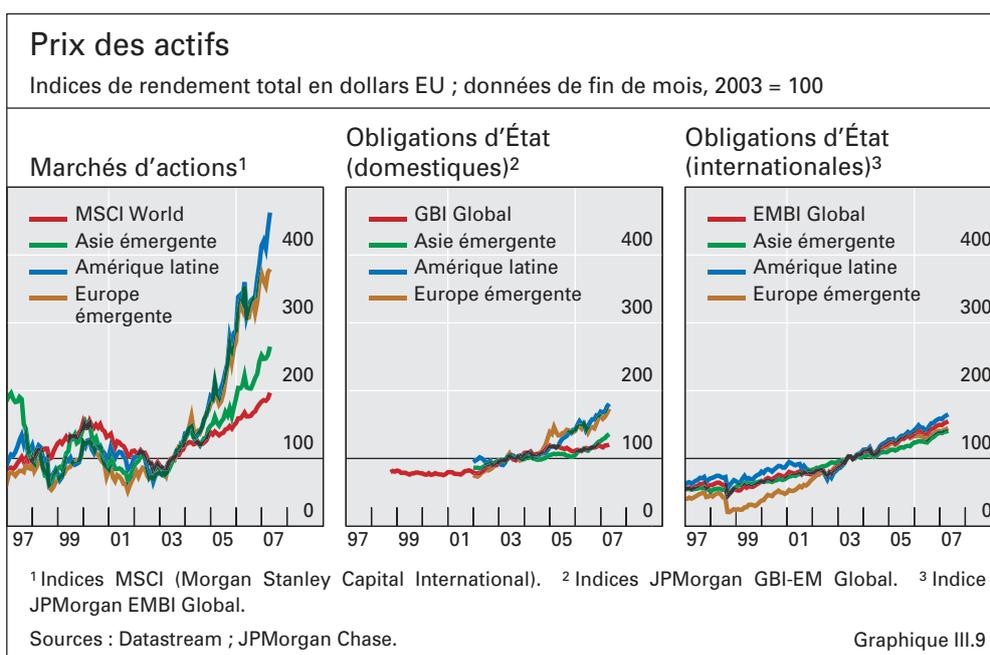
L'intégration croissante aux marchés financiers mondiaux semble être allée de pair avec une forte augmentation des rendements des actifs des marchés émergents (graphique III.9). Les rendements sur les actions ont été particulièrement élevés et, malgré quelques épisodes de volatilité, ils ont nettement dépassé les rendements obligataires, qu'il s'agisse des obligations domestiques (cadre du milieu) ou internationales (cadre de droite). Les actions ont eu, dans l'ensemble, tendance à afficher une volatilité plus prononcée que les obligations (graphique III.10), ce qui peut avoir des incidences macroéconomiques. Parallèlement, la hausse des prix des actifs s'est traduite par un accroissement correspondant du patrimoine financier : leurs fluctuations pourraient donc avoir un impact plus marqué qu'avant sur la demande globale.

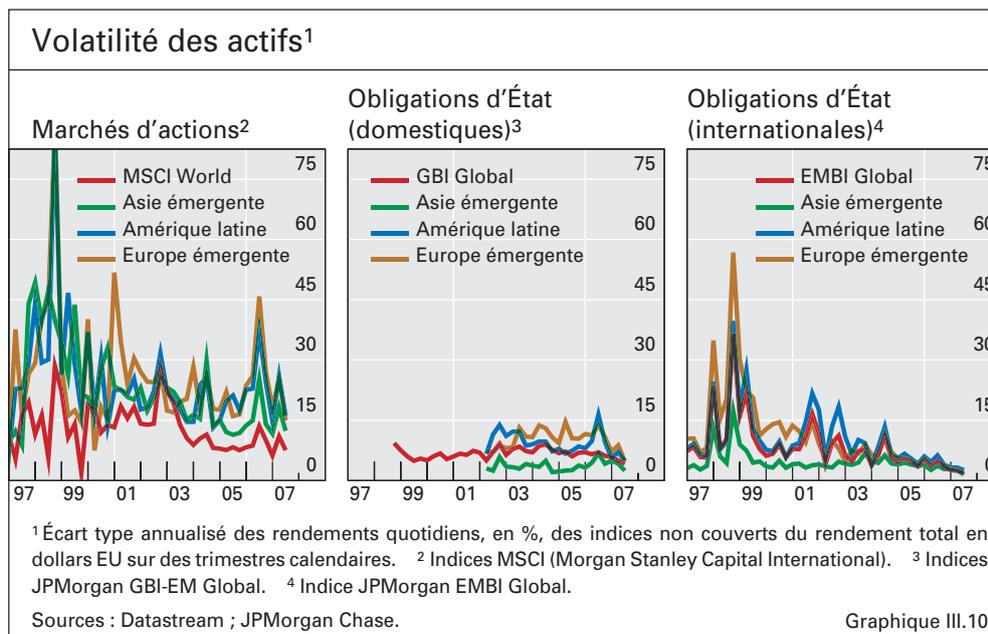
Hausse des rendements des actifs des marchés émergents

Les ratios de capitalisation boursière dans les économies émergentes illustrent la forte augmentation intervenue durant la décennie : actuellement 79 % du PIB en Asie (hors Hong-Kong RAS et Singapour), 47 % en Amérique latine et 38 % en Europe centrale. Ils restent toutefois inférieurs aux pourcentages observés aux États-Unis (124 %) ou au Japon (108 %). Des recherches récentes laissent entendre que la propension marginale à long terme à consommer sur la base d'un changement de la valeur du patrimoine en actions reste relativement faible aux États-Unis ; environ 1 cent pour 1 dollar à court terme et 4 cents à long terme (à titre de comparaison, les estimations correspondantes sont de 2 à 9 cents pour 1 dollar pour le patrimoine immobilier).

La capitalisation boursière a aussi augmenté

Toutefois, les effets de richesse dans les économies émergentes sont sans doute plus faibles dans la mesure où les actions sont détenues principalement par les segments les plus riches de la population et par les étrangers (et non par l'ensemble des ménages, comme aux États-Unis ou au Japon).





Les marchés immobiliers ont leur importance...

Les effets de richesse associés à d'autres actifs, notamment l'immobilier, peuvent aussi avoir leur importance (*supra*). L'expérience de la crise asiatique des années 1990 donne à penser que la création de liquidité accompagnée d'une intervention sur les marchés des changes peut contribuer à une forte flambée des prix de l'immobilier et à un cycle expansion-récession susceptible de générer d'importantes perturbations économiques et financières. Actuellement, cela pourrait s'appliquer aux pays où le crédit au secteur privé a connu une croissance rapide. L'insuffisance des données disponibles rend difficile l'évaluation des risques mais, en 2006, les prix de l'immobilier ont sensiblement augmenté (à des rythmes à deux chiffres, voire plus) en Afrique du Sud, en Corée, ainsi que dans les villes de Manille et de Mumbai. La croissance rapide du crédit semble indiquer qu'il y a peut-être eu des hausses de prix sur d'autres marchés immobiliers pour lesquels on ne dispose pas de données relatives aux prix. Dans certains cas, on a craint que les investisseurs étrangers contribuent directement à la volatilité sur les marchés intérieurs de l'immobilier. C'est ce qui a incité la Chine à restreindre ce type de placement et l'Inde à limiter les emprunts externes dans ce secteur.

...mais la capacité de résistance aux chocs est plus grande

Cependant, il y a aussi des raisons de croire que les économies émergentes pourraient être plus résistantes qu'auparavant face aux chocs sur le marché de l'immobilier. Premièrement, la croissance la plus rapide du crédit a été enregistrée dans des pays au ratio crédit/PIB relativement faible. Deuxièmement, la hausse des prix de l'immobilier n'est pas toujours générale. Ainsi, en Corée, les hausses de prix les plus rapides semblent être restées confinées à certains quartiers luxueux, ne touchant qu'un segment limité de la population. Troisièmement, de nombreux pays ont tiré les enseignements des crises des années 1990 et ont renforcé leurs secteurs financiers afin de mieux maîtriser les risques.

Facteur d'approfondissement et de plus grande efficacité des marchés financiers émergents, la participation étrangère accrue suscite parfois des

inquiétudes. La première est qu'une forte présence étrangère peut accentuer la volatilité sur de petits marchés en dissociant les cours des fondamentaux nationaux. La seconde est que les marchés intérieurs pourraient être ainsi plus exposés aux répercussions ou à la contagion de chocs externes. En ce qui concerne la première inquiétude, des signes de « chasse aux rendements » (l'investissement dans des actifs proposant déjà des rendements élevés) sur les bourses asiatiques pourraient indiquer que les rendements élevés observés sur ces marchés ont été amplifiés par la participation étrangère. De plus, certaines stratégies, comme les opérations spéculatives (*carry trades*) qui cherchent à tirer parti des rendements plus élevés disponibles sur les marchés émergents, ont ajouté à la rentabilité, en contradiction avec le principe de marchés efficients par arbitrage de différentiels de taux d'intérêt. Il pourrait s'ensuivre une surréaction et, ainsi donc, une plus grande volatilité. En outre, et peut-être plus dangereux encore, les investisseurs étrangers pourraient être plus enclins que les résidents à « liquider » leurs positions, aggravant la volatilité.

L'augmentation de la participation étrangère suscite des inquiétudes

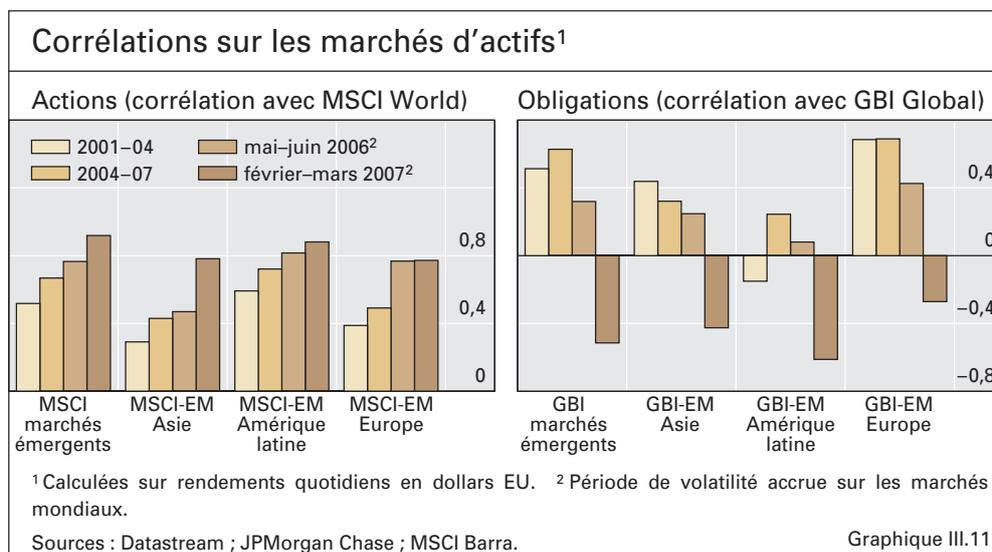
S'agissant de l'augmentation de l'exposition aux chocs externes, la corrélation entre les rendements des actions des places mondiales et des marchés émergents semble s'être accrue depuis mi-2004 (quand la Réserve fédérale des États-Unis a démarré un cycle de resserrement) par rapport à la période 2001–2004 (graphique III.11).

Les corrélations des rendements des actions se renforcent...

De plus, cette corrélation s'est encore accentuée pendant les périodes les plus récentes de volatilité généralisée (mai–juin 2006 et février–mars 2007). Bien que de telles corrélations doivent être interprétées avec prudence, elles pourraient indiquer que les marchés d'actions des économies émergentes sont peut-être plus exposés aux chocs externes que par le passé, en particulier pendant des périodes de forte volatilité des marchés.

Cependant, certains signes corroborent aussi l'idée que la plus grande intégration aux marchés mondiaux ne s'est pas accompagnée d'une augmentation de la volatilité des prix des actifs financiers des économies émergentes. Premièrement, l'accentuation des corrélations boursières est

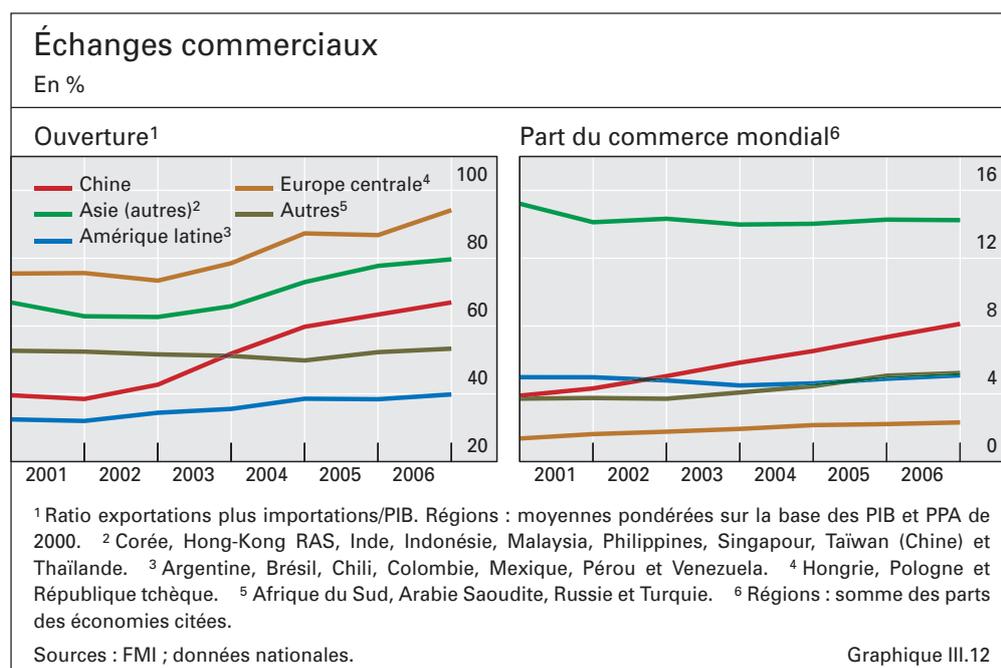
...mais la volatilité reste modérée



moins nette pour les obligations locales (graphique III.11). Deuxièmement, les ratios cours/bénéfices dans bien des économies émergentes ne paraissent pas élevés comparés aux marchés développés. Les ratios cours/bénéfices médians dans les économies émergentes s'établissaient récemment à 15 environ, ce qui est comparable à ceux de la zone euro, mais inférieur au ratio de 18 observé aux États-Unis. À noter, cependant, que la dispersion des ratios cours/bénéfices entre marchés émergents s'est considérablement accentuée ; elle a, en effet, à peu près triplé depuis la mi-2006. Les ratios sont donc sensiblement supérieurs dans certaines économies émergentes, notamment la Chine, où ils atteignaient 34 à la mi-mai 2007. Troisièmement, comme le montre le graphique III.10, la volatilité a, dans l'ensemble, reculé depuis la fin des années 1990, alors que les participations étrangères étaient plus réduites. À première vue, la participation étrangère n'aurait donc pas entraîné de hausse de la volatilité. Le fait qu'une baisse de la volatilité a été observée sur bien d'autres marchés oblige toutefois à nuancer le propos. Autrement dit, l'accroissement de l'aversion pour le risque à l'échelle mondiale pourrait encore avoir un gros impact sur les économies émergentes.

### Échanges commerciaux de la Chine : synthèse des observations et conséquences

Depuis l'adhésion de la Chine à l'OMC, en décembre 2001, la part de ce pays dans les exportations mondiales a doublé, atteignant 8 % (graphique III.12). Parallèlement, la Chine est aussi devenue une des cinq premières destinations des exportations de l'Asie émergente, affirmant sa place comme plateforme manufacturière mondiale produisant des biens de consommation finale en important des biens intermédiaires et d'équipement. Cette évolution pose trois questions. Premièrement, quel est son impact sur les débouchés de ses



partenaires commerciaux ? Deuxièmement, en quoi l'exposition aux chocs externes de ces derniers a-t-elle changé ? Troisièmement, quelles sont les répercussions sur les politiques de change régionales ?

#### *Modification des courants d'échanges*

L'émergence de la Chine dans le commerce mondial présente trois caractéristiques. Premièrement, la Chine a délogé d'autres économies émergentes asiatiques des marchés des pays industriels avancés, tout en leur ouvrant un grand marché pour leurs marchandises. La part des économies industrielles avancées (États-Unis, Union européenne et Japon) dans les exportations de l'Asie émergente a eu tendance à se réduire (tableau III.3), tandis que celle des exportations chinoises vers les pays industriels avancés s'est renforcée (à l'exception notable du Japon). La part de la Chine dans les exportations des économies émergentes d'Asie a progressé de 13 % en 1996-2001 à 22 % en 2005-2006. La part des importations des économies émergentes d'Asie dans les importations chinoises est passée, dans le même temps, de 31 % à 35 %.

La Chine représente un marché important pour l'Asie...

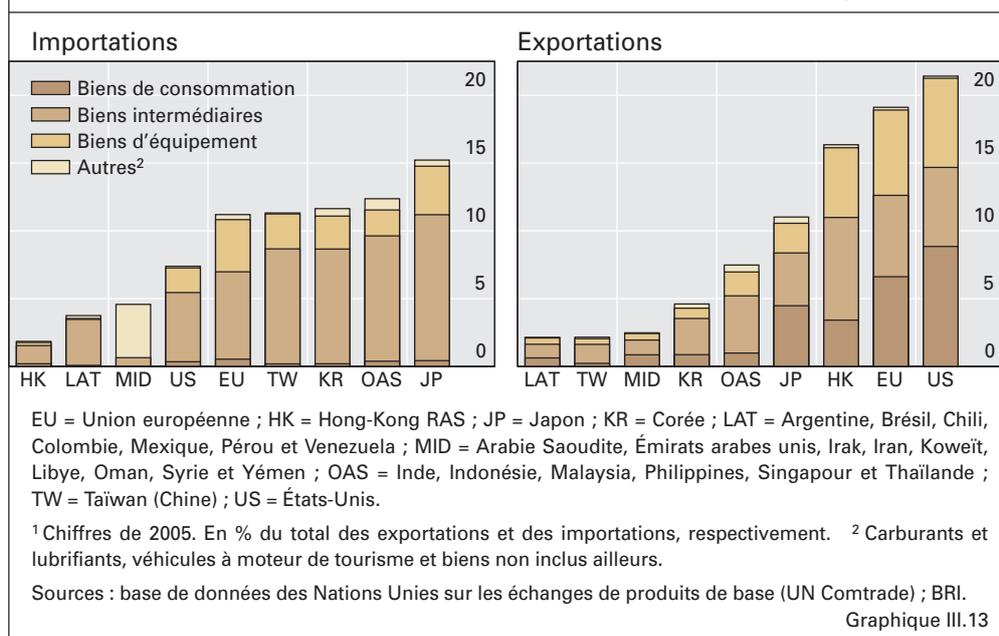
<b>Parts du commerce de l'Asie</b>				
Moyenne, en % du total des exportations ou des importations				
	Exportations		Importations	
	1996-2001	2005-06	1996-2001	2005-06
Asie émergente hors Chine <sup>1</sup>				
États-Unis	21,0	14,6	14,3	9,4
Union européenne	15,9	13,6	12,9	10,3
Japon	10,1	8,0	17,9	13,9
Chine	12,9	21,8	13,7	18,4
Asie émergente hors Chine				
Commerce régional <sup>1</sup>	25,2	26,4	24,4	26,5
Amérique latine <sup>2</sup>	1,8	1,8	1,2	1,3
Moyen-Orient <sup>3</sup>	2,7	3,4	6,3	9,2
Afrique <sup>3</sup>	1,3	1,6	1,4	1,1
Chine				
États-Unis	19,9	21,4	11,3	7,5
Union européenne	15,6	19,3	14,6	11,3
Japon	17,4	10,2	19,7	14,9
Hong-Kong RAS	20,2	16,0	4,6	1,6
Asie émergente hors Chine et Hong-Kong RAS	12,7	14,5	30,9	34,8
Amérique latine <sup>2</sup>	1,7	2,4	2,2	3,9
Moyen-Orient <sup>3</sup>	2,6	3,3	3,0	5,3
Afrique <sup>3</sup>	1,7	2,3	1,6	3,2
<i>Commerce intra-Union européenne</i>	<i>66,9</i>	<i>67,5</i>	<i>63,4</i>	<i>62,6</i>

<sup>1</sup> Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taïwan (Chine) et Thaïlande. <sup>2</sup> Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. <sup>3</sup> Selon les groupements régionaux du FMI.

Sources : FMI ; calculs BRI.

Tableau III.3

## Chine : commerce par partenaire et type de biens échangés<sup>1</sup>

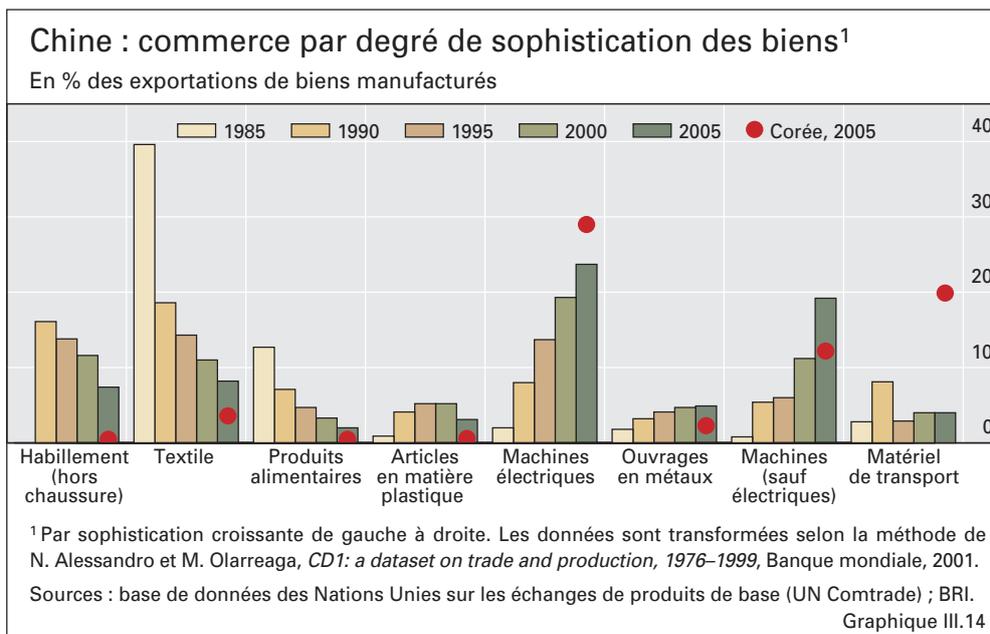


...ses importations étant, pour l'essentiel, des intrants destinés pour la production...

Deuxièmement, une part sensible des importations chinoises correspond à des intrants pour la production, en particulier dans le secteur d'exportation. Environ 70 % des importations chinoises se composent de biens intermédiaires, et 57 % de ces biens proviennent des économies émergentes d'Asie et du Japon (graphique III.13, cadre de gauche). Parallèlement, les biens de consommation et d'équipement représentent 72 % des exportations chinoises vers les États-Unis et 68 % de celles vers l'Union européenne. Ces chiffres témoignent d'une intégration verticale croissante du processus de production en Asie et traduisent des avantages concurrentiels spécifiques à un stade ou à un autre de la production. Par conséquent, les exportations de la Chine intègrent un degré comparativement élevé d'importations, ce qui réduit d'autant sa valeur ajoutée. De plus, les marges de distribution constituent souvent une part plus importante du prix de détail des biens de consommation finale exportés par la Chine. Ainsi, une poupée vendue \$20 aux États-Unis ne contient, selon les estimations, que 35 cents de valeur ajoutée par la main-d'œuvre chinoise.

...et elle joue un rôle majeur sur les marchés des produits de base

Comme le montre aussi le graphique III.13, les relations commerciales de la Chine s'étendent bien au-delà des réseaux de production en Asie. En particulier, les importations chinoises ont fortement contribué à la demande de produits de base en provenance du Moyen-Orient et d'Amérique latine, qui représentaient récemment environ 5 % et 3,3 %, respectivement, du total des exportations de ces régions. En Afrique, le chiffre correspondant est de 7 %. De plus, une proportion importante de la demande additionnelle pour les principaux produits de base peut être imputée à la Chine (à titre d'exemple, de 2004 à 2006, environ 37 % en moyenne de l'augmentation annuelle de la demande mondiale de pétrole). La Chine est, à présent, le deuxième importateur de pétrole en Asie, après le Japon, et sa demande devrait progresser de 5 à 7 % par an. La Chine est aussi le premier consommateur



mondial de produits de base comme le cuivre, le nickel et le zinc, et, compte tenu de sa forte demande, elle a eu un rôle déterminant dans la hausse de leur cours. Cette demande devrait sans doute persister pendant un certain temps, car la Chine en est encore aux premiers stades de son industrialisation, où il est particulièrement important d'investir dans les infrastructures.

Troisièmement, la Chine passe progressivement de l'exportation de produits manufacturés à forte intensité de main-d'œuvre et moins sophistiqués à des biens à plus grande teneur technologique. De 1998 à 2005, la part des biens de consommation dans les exportations de produits finis a reculé de 48 % à 32 %, tandis que celle des biens d'équipement a augmenté de 15 % à 26 % (le reste se compose essentiellement de biens intermédiaires). La part des exportations manufacturières dans le total des exportations a également progressé, notamment dans le cas de biens plus élaborés comme les machines-outils (graphique III.14). L'incitation à augmenter le contenu technologique a été renforcée par l'annonce, en septembre 2006, que les dégrèvements d'impôts seraient abolis ou réduits pour certains produits d'exportation à faible valeur ajoutée, très polluants ou gros consommateurs de ressources. Les pouvoirs publics ont aussi fortement investi pour stimuler la recherche-développement en Chine, mais la protection insuffisante de la propriété intellectuelle dans ce pays reste un facteur dissuasif potentiel pour les opérations commerciales liées aux technologies avancées.

Passage à un niveau supérieur dans l'échelle des technologies

#### *Conséquences à moyen terme : impact de la Chine sur le commerce*

L'analyse qui précède donne à penser que l'impact de la Chine sur les débouchés commerciaux des autres économies émergentes est mitigé, car ce pays est potentiellement à la fois un concurrent et un nouveau client. Pour certains exportateurs de produits de base d'Amérique latine et d'Afrique, qui ne sont pas en concurrence avec la Chine, l'entrée de ce pays dans le système du commerce mondial présente de nets avantages sur le plan de l'amélioration

L'entrée de la Chine dans le commerce mondial présente des avantages pour certains...

des termes de l'échange, même si elle pourrait également avoir certains inconvénients dans la mesure où ces pays sont importateurs de pétrole. Les pays qui ont été supplantés par la Chine dans les activités à faible valeur ajoutée ou d'assemblage mais qui fournissent désormais à la Chine des intrants destinés à la production devraient aussi être avantagés. Par exemple, la concurrence de la Chine à l'encontre de la Corée pour l'assemblage d'ordinateurs personnels à destination des pays développés pourrait être largement compensée par un gonflement de la demande chinoise de composants d'ordinateurs personnels coréens comme les semi-conducteurs.

...mais peut constituer un défi pour d'autres

En revanche, les pays en concurrence avec la Chine pour les biens de consommation finale, qui ne peuvent pas compenser le phénomène par des ventes à la Chine d'intrants, verront leurs débouchés commerciaux réduits. La Chine a supplanté le Mexique et l'Amérique centrale pour la fourniture de textile et d'habillement aux États-Unis et elle s'affirme comme un concurrent pour les biens contenant de la technologie intermédiaire (appareils électroniques et électriques, ordinateurs et pièces détachées pour l'industrie automobile). D'autres pays ont été affectés, en partie, du fait même de leur politique nationale. À titre d'exemple : la Chine compte parmi les leaders mondiaux de la vente de vêtements sur les marchés internationaux, en concurrence directe avec l'Inde. Les importations chinoises de textiles de qualité pour produire ces biens ont augmenté, mais elles proviennent surtout du Japon et des nouvelles économies industrialisées, et non de l'Inde, qui est pourtant le deuxième producteur mondial de textile. Cela s'explique en partie par les restrictions imposées par les autorités indiennes aux exportations indiennes de textile.

La Chine importe peu pour sa consommation locale

Les opportunités commerciales à moyen terme créées par l'intégration mondiale de la Chine seraient bien plus grandes si la demande chinoise d'importations commençait à refléter sa propre demande intérieure de produits de consommation finale, y compris pour les produits en provenance de ses marchés d'exportation. Or, ce n'est pas encore le cas. Les biens de consommation finale ne représentent que 4 % du total des importations de la Chine et certains calculs donnent à penser que l'élasticité de la demande pour ses importations simples (celles non destinées à des opérations de transformation dans le secteur d'exportation) est insignifiante au regard de la dépense intérieure. La Chine apparaît aussi engagée dans la substitution à grande échelle de ses importations ; par exemple, elle vient de devenir autosuffisante pour la production d'acier.

On peut se poser la question connexe à moyen terme de savoir si la croissance rapide de la Chine et sa demande de produits de base et d'importations intermédiaires sont, elles-mêmes, tenables. Ses investissements très élevés risquent de soutenir des projets présentant des rendements faibles, voire négatifs. Dans les années 1980 et au début des années 1990, on a aussi observé, en Asie de l'Est, de forts taux d'investissement, qui ont atteint des sommets pendant la crise de 1997-1998.

Le surinvestissement menace la croissance...

Des signes récents portent à croire que l'accès plus facile au système financier officiel dont bénéficient les entreprises publiques chinoises encourage le surinvestissement et entraîne un recul de la rentabilité marginale

du capital. La productivité des entreprises publiques est, de fait, en gros 30 % inférieure à celle des entreprises privées. Selon certaines estimations, en allouant plus efficacement ses ressources, la Chine pourrait réduire le volume de ses investissements de 5 % du PIB et augmenter la consommation, sans sacrifier la croissance économique. Pour l'heure, les autorités cherchent à s'opposer aux investissements non productifs à l'aide de diverses mesures administratives, en freinant la croissance du crédit (parfois de manière sélective) et en resserrant la politique monétaire. Ces mesures du secteur public doivent cependant s'appuyer sur des forces du marché qui agissent également de façon efficace et rapide pour limiter les investissements non productifs. Il va de soi que plus ces mauvaises allocations des ressources persisteront, plus leurs éventuelles retombées seront significatives.

Une autre conséquence liée à la facilité d'accès au crédit aura été une forte concentration de l'exposition des banques à des entreprises publiques moins rentables. D'après les chiffres officiels, environ 40 % des entreprises publiques industrielles enregistrent des pertes. L'essentiel des bénéfices agrégés recensés est réalisé par un nombre limité d'entreprises, qui ont recours à l'autofinancement plutôt qu'aux emprunts bancaires. Une part importante des crédits accordés par les banques chinoises pourrait donc se transformer en prêts non productifs si l'économie du pays devait connaître un net ralentissement. Cela aurait sans doute aussi des conséquences notables sur le budget, sauf si les banques chinoises devenaient beaucoup plus rentables entre-temps.

Une préoccupation supplémentaire à moyen terme pour les concurrents les plus avancés sur le plan technologique, comme la Corée, est l'éventualité de se voir « dépossédés », sous l'effet de la tendance croissante à un transfert des emplois manufacturiers au profit de la Chine. Il y a pourtant quelques raisons de se montrer optimiste : bien que la Chine ait attiré la majeure partie des flux d'IDE à destination des économies émergentes, sa part a reculé, d'un sommet de 39 % en 2003 à 26 % en 2006. De plus, à l'exception notable du Japon, de Hong-Kong RAS et de Taiwan (Chine), la part de la production manufacturière dans le PIB n'a pas diminué dans les autres économies émergentes d'Asie depuis 1993. Néanmoins, cela n'exclut pas la possibilité que l'emploi dans le secteur manufacturier recule malgré tout, suite à des hausses de la productivité, comme cela semble s'être produit aux États-Unis et dans un certain nombre d'autres pays industriels avancés.

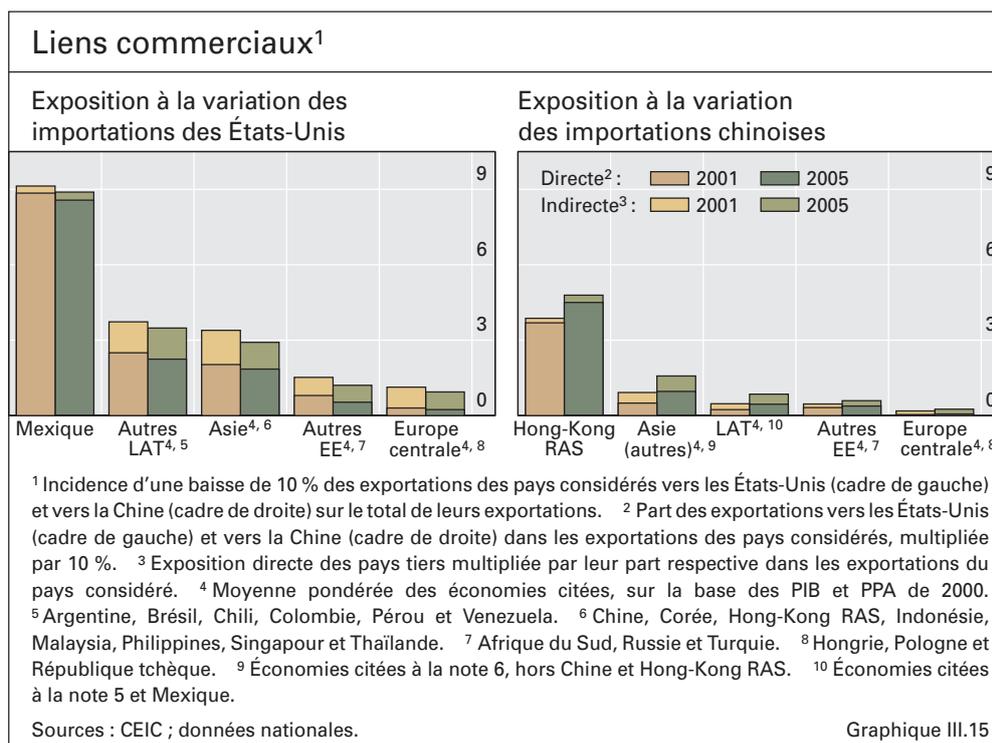
#### *Exposition et résistance aux chocs en Asie (hors Chine)*

L'importance croissante de la Chine dans le commerce mondial a modifié la façon dont les chocs de la demande étrangère sont transmis aux économies émergentes et a aussi influencé la structure des flux commerciaux correspondants. Un ralentissement aux États-Unis affecte les économies émergentes d'Asie en entraînant une diminution des exportations de ces économies vers les États-Unis (effet de demande directe), mais il a aussi, sur ces économies, un impact indirect par le biais des exportations chinoises aux États-Unis. Par exemple, un ralentissement de 10 % des importations américaines provoque directement une baisse de 1,5 % des exportations

...et fait courir un risque aux banques

Aucun effet de « dépossession » constaté

Effets marqués d'un ralentissement aux États-Unis...



coréennes. Cependant, le même choc réduit aussi les exportations chinoises de 2,1 %, ce qui provoque une nouvelle contraction des exportations de la Corée. Selon certaines hypothèses, ces effets indirects font reculer les exportations coréennes de 1,3 % supplémentaire (graphique III.15). Un ralentissement aux États-Unis pourrait, en outre, donner lieu à une dépréciation du dollar EU par rapport aux monnaies asiatiques, ce qui amplifierait encore les effets directs et indirects.

L'absence d'effet des modifications de la demande intérieure, évoquée précédemment, sur les importations chinoises de produits de consommation finale montre qu'un ralentissement en Chine aurait des incidences moindres sur les économies asiatiques qu'un ralentissement aux États-Unis. Cependant, cela donne aussi à penser que la protection que pourrait apporter la Chine aux économies asiatiques en cas de choc négatif mondial de la demande serait plus limitée.

#### *Incidences sur les politiques de change*

Le développement de liens commerciaux va probablement avoir un impact sur les politiques de change, mais les répercussions précises dépendront de l'ampleur de la concurrence commerciale directe, des échanges à travers les réseaux de production et de la synchronisation correspondante des cycles d'activité. Ainsi, une augmentation de la demande américaine d'exportations chinoises en situation d'équilibre exigerait une appréciation du renminbi par rapport au dollar. L'effet sur les taux de change des voisins asiatiques de la Chine dépendrait de l'intensité de la concurrence qu'ils livrent à la Chine ou de leur participation à un réseau de production (verticalement intégré) avec elle.

D'un côté, dans la mesure où les voisins de la Chine sont en concurrence avec elle sur des marchés tiers, ils souhaiteraient voir leur monnaie se

...ou effets moindres d'un ralentissement en Chine

Étant donné l'appréciation du renminbi par rapport au dollar EU...

déprécier par rapport au renminbi. En témoigne, par exemple, l'indicateur de chevauchement des biens exportés : la concurrence entre la Chine et la Thaïlande s'est accrue, passant de 50 % en 1998 à 55 % en 2005 ; entre la Chine et la Corée, de 44 % à 56 %, pendant la même période. En revanche, la Chine n'est pas du tout en concurrence avec la plupart des pays d'Amérique latine (en dehors du Mexique).

...les concurrents de la Chine préféreraient dévaluer par rapport au renminbi...

D'un autre côté, dans la mesure où ses voisins asiatiques sont liés à la Chine par des réseaux de production (*supra*), la demande de leurs exportations à destination de la Chine ne pourra qu'augmenter. Pour éviter des déséquilibres externes ou une surchauffe, les voisins asiatiques de la Chine sont incités à laisser leur monnaie s'apprécier parallèlement au renminbi. L'accentuation de la synchronisation des cycles d'activité résultant des réseaux de production pourrait donc, de manière générale, resserrer le lien entre les monnaies de l'Est asiatique et le renminbi. Cet effet pourrait être atténué dans la mesure où les flux commerciaux ne sont pas sensibles aux taux de change.

...une plus grande synchronisation pouvant encourager un alignement sur l'évolution du renminbi

L'émergence de la Chine en tant que grand pays commercial a déjà eu un fort impact sur l'économie mondiale. La façon dont ce pays parviendra à une croissance tenable ne sera pas sans conséquences pour le reste de la planète.