HAL
open science

# Pays émergents : afflux de capitaux et envolée des prix des matières premières

Céline Antonin, Marion Cochard, Amel Falah, Christine Rifflart, Danielle Schweisguth

## To cite this version:

Céline Antonin, Marion Cochard, Amel Falah, Christine Rifflart, Danielle Schweisguth. Pays émergents : afflux de capitaux et envolée des prix des matières premières. Revue de l'OFCE, 2011, 117, pp.201-231. hal-01024363v1

**HAL Id: hal-01024363**

**https://sciencespo.hal.science/hal-01024363v1**

Submitted on 16 Jul 2014 (v1), last revised 21 Jun 2019 (v2)

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

# Pays émergents : afflux de capitaux et envolée des prix des matières premières *

OFCE, Centre de recherche en économie de Sciences Po
Département analyse et prévision

*Les pays émergents ont vu leur croissance marquer une courte pause entre fin 2008 et fin 2009, au moment où les pays occidentaux entraient dans la pire crise de l'après-guerre. Depuis, la croissance est repartie en Asie et en Amérique latine où la plupart des pays ont traversé la crise financière et économique sans troubles majeurs et sans que leur capital de confiance n'ait été entamé. La crise économique s'est donc traduite par une divergence des trajectoires économiques des différentes zones. Un découplage, d'abord entre pays développés englués dans une crise encore inachevée et pays émergents dont un grand nombre a retrouvé sa trajectoire de croissance antérieure. Une divergence, ensuite, au sein des pays émergents, entre les pays d'Asie et d'Amérique latine qui ont tiré les leçons des crises passées et les pays d'Europe de l'Est qui ont subi les conséquences de leur exposition au risque lorsque les flux de financements mondiaux se sont taris.*

*Dès lors que la confiance a permis le retour des capitaux en Asie et en Amérique latine, les moteurs de la demande, notamment internes, se sont remis en marche. Cette dynamique s'appuie sur l'industrialisation et la croissance de la productivité, qui permettent aux pays émergents de poursuivre leur rattrapage sur le sentier de croissance antérieur à la crise. À l'inverse, la correction des déséquilibres dans les pays d'Europe de l'Est pèsera sur la croissance dans les prochaines années.*

*Pour autant, si la croissance est repartie très vite dans ces pays, elle pourrait être freinée en 2011 et 2012. D'abord, la perte d'activité de 2009 ayant été rattrapée, les rythmes de croissance vont se normaliser. Par ailleurs, un nombre croissant de pays est confronté à une surchauffe. La reprise de l'inflation, également alimentée par la hausse du prix de matières premières en 2010, se poursuivra vraisemblablement en 2011. Des mouvements de resserrement monétaire ont donc été enclenchés, accélérant les entrées de capitaux qui devront être contrôlées.*

* Ont contribué à cette étude spéciale : Céline Antonin, Marion Cochard, Amel Falah, Christine Rifflart et Danielle Schweisguth.

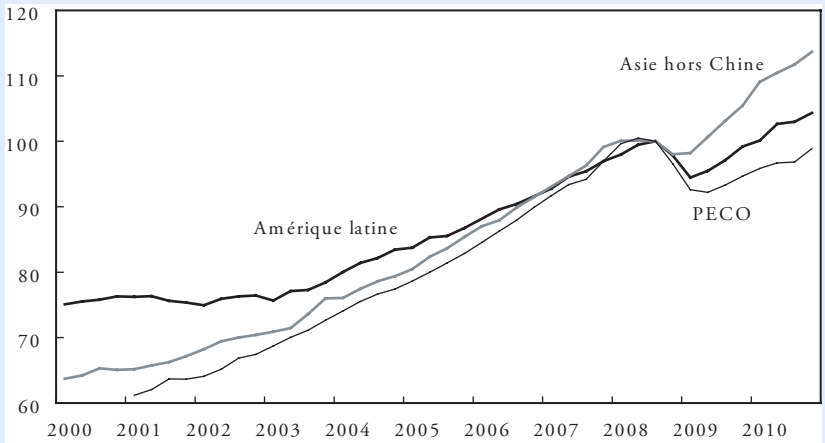
Engagés dans un processus de rattrapage économique depuis près d'une décennie, les pays émergents ont vu leur croissance marquer une courte pause entre la fin 2008 et la fin 2009, au moment même où les grands pays occidentaux entraient dans la pire crise de l'après Seconde Guerre mondiale. Depuis, la croissance est repartie en Asie et en Amérique latine (graphique 1). Narguant les économies du Nord enlisées dans une reprise terne, ces pays émergents ont traversé la crise financière et économique sans troubles majeurs et sans que le capital de confiance accumulé depuis le début des années 2000 n'ait été entamé. Tant en Asie (hors Chine) qu'en Amérique latine, les déséquilibres avaient été corrigés pendant la précédente crise financière de 1997 à 2001, qui avaient frappé les pays les uns après les autres tel un jeu de domino. Depuis, les leçons des crises passées ont été tirées et surtout l'exposition au risque s'est réduite : les secteurs bancaires tout comme les finances publiques ont été assainis, l'endettement en devises est mieux contrôlé, les réserves de change sont conséquentes et les règles prudentielles plus strictes. En même temps, de nombreux pays ont adopté des régimes de change flottants, ce qui a permis aux banques centrales de se focaliser sur la lutte contre l'inflation, les variations des taux de change absorbant une partie des chocs externes. Dès lors, les capitaux sont revenus d'autant plus rapidement et massivement que les rendements attendus aux États-Unis et en Europe sont faibles. À l'exception de la Russie en 1998, les pays d'Europe de l'Est n'ont pas connu ces ajustements dans les années 1990, malgré une croissance souvent déséquilibrée. Ces pays ont été davantage sanctionnés : éclatement de bulles immobilières, endettement privé important ou encore dette en devises étrangères. Ils sont aujourd'hui durement touchés par la crise et la croissance ne devrait repartir qu'une fois les excès passés apurés.

Dès lors que la confiance a permis le retour des capitaux en Asie et en Amérique latine, les moteurs de la demande, notamment internes, se sont remis en marche. Les pays émergents poursuivent leur rattrapage du niveau de vie des pays développés (graphique 2). Cette dynamique s'appuie sur l'industrialisation et la croissance de la productivité dans l'industrie et dans le secteur agricole. Elles engendrent une urbanisation croissante et les besoins des populations sont énormes. Cette tendance de fond n'a pas été remise en question par la crise financière et permet aux pays émergents de revenir sur leur sentier de croissance antérieur à la crise.

Pour autant, si la croissance est repartie très vite dans ces pays, elle pourrait être freinée par plusieurs facteurs en 2011 et 2012. Tout d'abord, après la forte reprise de 2010, plusieurs pays sont revenus, comme en 2008, près ou au-delà de leur PIB potentiel et ont renoué avec des tensions sur les capacités de production. La perte d'activité de 2009 ayant été rattrapée, les rythmes de croissance vont se normaliser. Par ailleurs, la hausse du prix de matières premières agricoles, industrielles et énergétiques en 2010, qui se poursuivra vraisemblablement en 2011, devrait accentuer l'accélération de l'inflation et renforcer le durcissement monétaire en cours. Enfin, la révision à la baisse des anticipations de croissance dans ces zones au

moment où les perspectives de rendements commencent à s'améliorer dans les pays avancés ralentit légèrement les entrées de capitaux depuis le début de l'année 2011. Pour autant, les perspectives de croissance restent favorables dans les pays émergents pour 2011 et 2012.

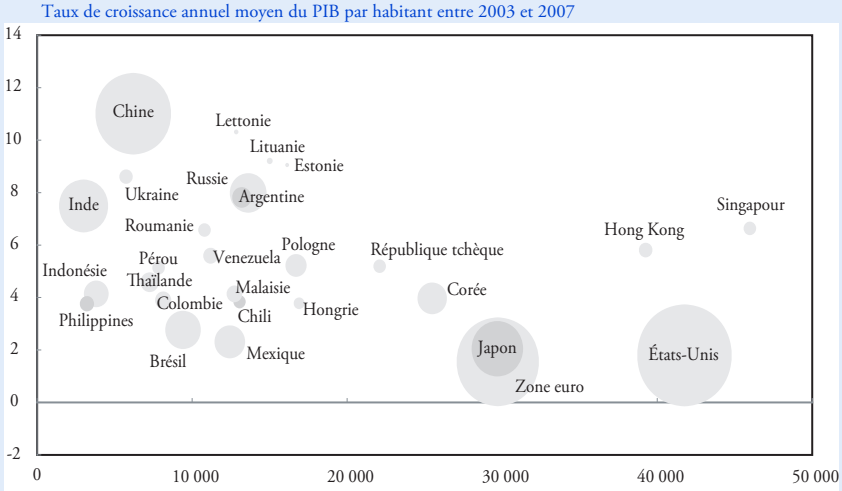
**Graphique 1 : Évolution du PIB agrégé des 3 zones émergentes**




*Sources :* comptes nationaux, calculs OFCE.

**Graphique 2 : Rattrapage de niveau de vie par les pays émergents**

Taux de croissance annuel moyen du PIB par habitant entre 2003 et 2007




PIB par habitant en parité de pouvoir d'achat de l'année 2009

*Note de lecture :* Les bulles sont proportionnelles au PIB en parité de pouvoir d'achat de l'année 2009.
*Sources :* Banque mondiale, calculs OFCE.

## Les pays émergents affectés par la crise en 2009

La crise économique et financière a interrompu en 2008-2009 la dynamique de croissance des pays émergents. Elle est intervenue après une période d'expansion longue et soutenue, alors que la plupart des pays des trois zones Asie, Amérique latine et Europe de l'Est commençaient à voir poindre des signes de surchauffe. À l'exception de la Chine, la croissance de ces zones a été quasiment nulle en 2009 (graphique 3). La récession importée des pays développés les a atteints par plusieurs canaux :

— par le canal du commerce extérieur : avec la crise, les pays développés ont vu leur demande intérieure et leurs besoins en importations chuter drastiquement. Le tableau 1 montre que plus de la moitié (et jusqu'à 73,4 % dans le cas de la Chine) des exportations des pays émergents sont destinées aux pays développés (pays avancés d'Asie inclus). Au total, entre le deuxième trimestre 2008 et le deuxième trimestre 2009, la demande adressée à l'Amérique latine s'est effondrée de 20 %, celle de l'Asie émergente de 15 %, et celle des pays d'Europe centrale et orientale (PECO) de 13 %.

En outre, l'effondrement du prix des matières premières a pénalisé les pays producteurs (essentiellement en Amérique latine et en Russie), les contraignant à puiser dans leurs réserves et leurs fonds souverains.

**Tableau 1 : Destination des exportations des pays émergents avant la crise**

En % des exportations totales

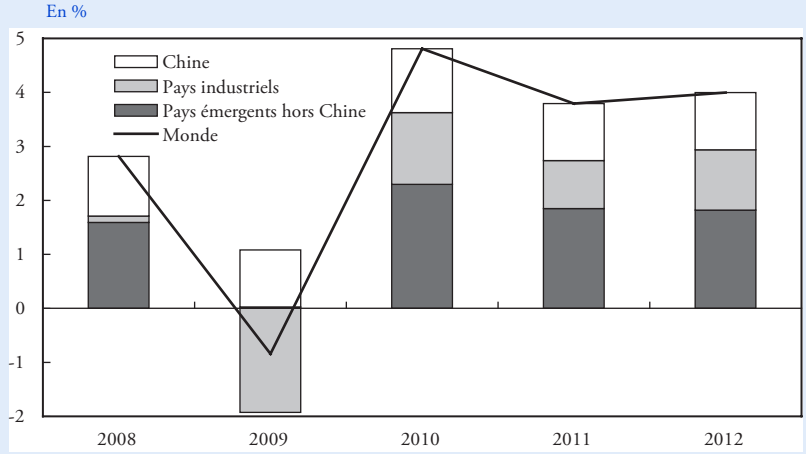
| 2007 | Part des exportations vers : | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | Pays développés | | | Pays émergents | Autres |
| | Total | États-Unis | Zone euro | | |
| Chine élargie * | 73,40 | 24,00 | 17,40 | 15,30 | 11,30 |
| Inde | 51,10 | 14,30 | 15,90 | 22,10 | 26,80 |
| Asie du Sud-Est | 52,10 | 13,30 | 10,70 | 37,30 | 10,60 |
| Amérique latine | 66,30 | 43,40 | 12,00 | 19,20 | 14,50 |
| CEI | 42,10 | 4,70 | 29,90 | 19,00 | 38,90 |
| Pays baltes | 52,60 | 3,20 | 25,80 | 10,70 | 36,70 |
| Europe centrale | 65,70 | 2,40 | 56,30 | 7,80 | 26,50 |
| Pays émergents | 65,10 | 22,30 | 18,30 | 18,70 | 16,20 |
| Monde | 67,40 | 14,30 | 29,90 | 18,40 | 14,20 |

* Les données pour la Chine élargie incluent Hong Kong et Macao.
*Source* : CHELEM.

— par la fuite vers la sécurité : la crise financière et bancaire a entraîné un retrait brutal des capitaux étrangers et un assèchement du crédit. Cela s'est traduit par la fermeture du marché primaire de dettes souveraines – entraînant des défauts comme en Equateur –, des hausses des primes de risques sur le marché secondaire et celui des CDS pour tous ces pays, et de fortes baisses des taux de change fin 2008

début 2009. Ces dépréciations du change ont particulièrement affecté l'Europe de l'Est, où l'endettement privé en devises était élevé et les économies extrêmement dépendantes de financements externes.

**Graphique 3 : Contribution des différentes zones à la croissance mondiale**




*Sources :* FMI, calculs OFCE.

Si les mécanismes à l'œuvre ont été globalement les mêmes dans l'ensemble des pays émergents, l'ampleur de la récession et la difficulté à s'en extraire a été très différente dans les trois zones (tableau 2). L'Europe de l'Est se distingue par sa situation d'avant la crise : elle présentait en effet des fragilités et des déséquilibres macroéconomiques particuliers qui ont entraîné un effondrement de l'activité pouvant atteindre 20 points de PIB sur deux ans dans les pays les plus touchés (pays baltes). En Amérique latine et en Asie, la crise s'est traduite par un fort ralentissement de l'activité, rapidement compensé grâce à la mise en œuvre de mesures de politiques économiques contra-cycliques (relance budgétaire et baisse des taux d'intérêt). Tous les pays d'Amérique latine ont perdu entre 6,5 points (Brésil, Chili, Colombie) et 11 points (Mexique, Venezuela) de PIB par rapport à leur potentiel de croissance entre 2007 et 2009. La croissance de la zone est passée de 5,6 % en 2007 à 4,1 % en 2008 puis à -2,3 % en 2009. La crise a été moins marquée en Asie si l'on considère la zone dans son ensemble. Mais cette bonne performance relative ne doit pas occulter des disparités importantes entre pays. La Chine, l'Inde et l'Indonésie ont connu une croissance positive en 2009 (respectivement de 9,2, 6,8 et 4,6 %) tandis que les « Dragons[1] », la Thaïlande et la Malaisie enregistraient des chutes de 10 à 15 points de PIB par rapport à leur potentiel de croissance. Le PIB de la zone Asie rapide[2] (hors Chine) a crû de 0,2 % en 2009, après 5,1 % en 2007 et 2,3 % en 2008.

1. Les « Dragons » rassemblent la Corée du Sud, Hong Kong, Singapour et Taïwan.
2. La zone « Asie rapide » regroupe Hong Kong, Singapour, Taïwan, la Malaisie, l'Indonésie, la Thaïlande et les Philippines.

**Tableau 2 : Croissance et niveau de vie dans les pays émergents**

| | Population (en millions) | PIB par habitant 2009 | Croissance moyenne 2003-07 en % | Croissance moyenne 2008-09, en % | PIB 2009, en % du PIB des pays émergents |
|---|---|---|---|---|---|
| **Asie émergente** | | | | | |
| Chine | 1 331,5 | 6 200 | 11,0 | 8,8 | 33,3 |
| Corée du Sud | 48,7 | 25 493 | 4,0 | 0,9 | 5,0 |
| Hong Kong | 7,0 | 39 255 | 5,8 | -0,9 | 1,1 |
| Inde | 1 155,3 | 2 993 | 7,5 | 5,6 | 14,0 |
| Indonésie | 230,0 | 3 813 | 4,1 | 4,1 | 3,5 |
| Malaisie | 27,5 | 12 724 | 4,1 | -0,3 | 1,4 |
| Philippines | 92,0 | 3 216 | 3,8 | 0,6 | 1,2 |
| Singapour | 5,0 | 45 978 | 6,6 | -3,9 | 0,9 |
| Thaïlande | 67,8 | 7 260 | 4,6 | -0,5 | 2,0 |
| Vietnam | 87,3 | 2 682 | 6,6 | 4,5 | 0,9 |
| **Amérique latine** | | | | | |
| Argentine | 40,3 | 13 202 | 7,8 | 2,7 | 2,1 |
| Brésil | 193,7 | 9 414 | 2,8 | 1,3 | 7,4 |
| Chili | 17,0 | 13 057 | 3,8 | 0,0 | 0,9 |
| Colombie | 45,7 | 8 136 | 3,9 | 0,3 | 1,5 |
| Équateur | 13,6 | 7 508 | 3,9 | 2,7 | 0,4 |
| Mexique | 107,4 | 12 429 | 2,3 | -3,6 | 2,1 |
| Paraguay | 6,3 | 4 107 | 2,4 | -0,9 | 0,1 |
| Pérou | 29,2 | 7 836 | 5,1 | 4,0 | 0,9 |
| Uruguay | 3,3 | 11 977 | 4,9 | 5,3 | 0,2 |
| Venezuela | 28,4 | 11 190 | 5,6 | -0,9 | 1,3 |
| **Pays d'Europe centrale et orientale** | | | | | |
| Biélorussie | 9,7 | 11 841 | 9,8 | 6,5 | 0,5 |
| Bulgarie | 7,6 | 11 456 | 6,9 | 1,0 | 0,4 |
| Croatie | 4,4 | 16 338 | 4,8 | -1,7 | 0,3 |
| Estonie | 1,3 | 16 132 | 9,1 | -9,7 | 0,1 |
| Fédération de Russie | 141,9 | 13 611 | 8,0 | -1,5 | 7,8 |
| Hongrie | 10,0 | 16 896 | 3,8 | -2,7 | 0,7 |
| Lettonie | 2,3 | 12 847 | 10,3 | -11,1 | 0,1 |
| Lituanie | 3,3 | 15 011 | 9,2 | -6,1 | 0,2 |
| Pologne | 38,1 | 16 705 | 5,2 | 3,3 | 2,6 |
| République tchèque | 10,5 | 22 098 | 5,2 | -1,7 | 0,9 |
| Roumanie | 21,5 | 10 794 | 6,6 | 0,2 | 0,9 |
| Ukraine | 46,0 | 5 737 | 8,6 | -6,4 | 1,1 |

*Note :* Les données de PIB sont exprimées en parité de pouvoir d'achat aux prix constants de l'année 2005. La croissance moyenne est celle du PIB par habitant.

*Source :* Banque mondiale.

## 2010 : une reprise mondiale tirée par les émergents

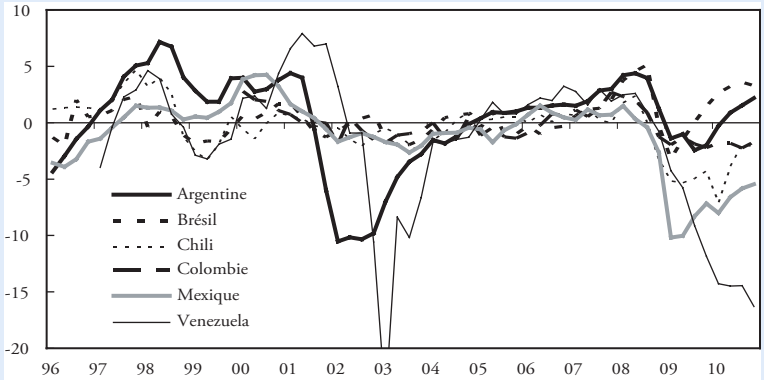
### *Amérique latine et Asie émergente : le retour au potentiel*

La récession a été de courte durée et la reprise s'est révélée rapide et vigoureuse dès le milieu de l'année 2009 en Asie et en Amérique latine. Les réactions de politique économique ne se sont pas fait attendre : elles ont conjugué baisse des taux d'intérêt et plans de relance budgétaire. Ces politiques monétaires et fiscales de soutien ont stimulé la consommation intérieure et augmenté la confiance des entreprises, aidant ces deux zones à surmonter la crise financière mondiale. Ensuite, la croissance de ces zones a entraîné la reprise du commerce mondiale et nourri les dynamiques régionales. Au final, les émergents ont largement tiré l'économie mondiale en 2010 grâce à une croissance vigoureuse : 6,2 % pour l'ensemble de l'Amérique latine (7,5 % au Brésil, 9,1 % en Argentine, 5,5 % au Mexique, 5,2 % au Chili et 8,8 % au Pérou), 8 % pour l'Asie rapide et 10,3 % en Chine. Fin 2010, la plupart des émergents d'Asie et d'Amérique latine ont rattrapé voire dépassé leur niveau d'activité du début 2008 et ont retrouvé leur trajectoire de croissance antérieure à la crise (graphiques 4a, 4b et 4c). Cela étant, le dynamisme de la reprise diffère entre les zones : l'Asie est la seule zone à avoir refermé l'écart de production (*output gap*), l'Amérique latine est en phase de rattrapage, les principaux pays à l'exception du Mexique ayant déjà dépassé leur potentiel. Enfin, l'écart de production des PECO continue de se creuser.

Fin 2010 plusieurs pays d'Amérique latine sont revenus sur leur tendance d'avant la crise (Argentine et Brésil), pendant que d'autres s'en rapprochent (Chili, Pérou). Certains pays comme le Mexique, fragilisé par la crise, ou le Venezuela (baisse de 1,4 % du PIB en 2010 après une stagnation en 2009), contraint par des problèmes politiques et d'accès aux marchés financiers, restent à la traîne. La reprise a été principalement basée sur les composantes de la demande interne. La consommation des ménages et l'investissement des entreprises ont repris dans tous les pays, soutenus notamment par le retour des capitaux étrangers et un environnement financier plutôt accommodant. Les crédits au secteur privé ont repris à un rythme élevé. Même si les taux d'investissement n'ont pas retrouvé leur niveau d'avant-crise, ils ont rarement été aussi hauts. Le retour de la demande s'est traduit par des tensions sur les capacités de production – les taux d'utilisation des capacités productives sont très élevés au Brésil et en Argentine – et une forte croissance des importations en 2010. Le redressement des soldes courants visible au début de l'année 2010 a progressivement fait place à une nouvelle détérioration au deuxième semestre. Comme à la veille de la crise, un certain nombre de pays d'Amérique latine (Brésil, Argentine) entrent dans une phase de surchauffe avec une résurgence des tensions inflationnistes alimentées par les hausses de salaires supérieures à la croissance de la productivité.

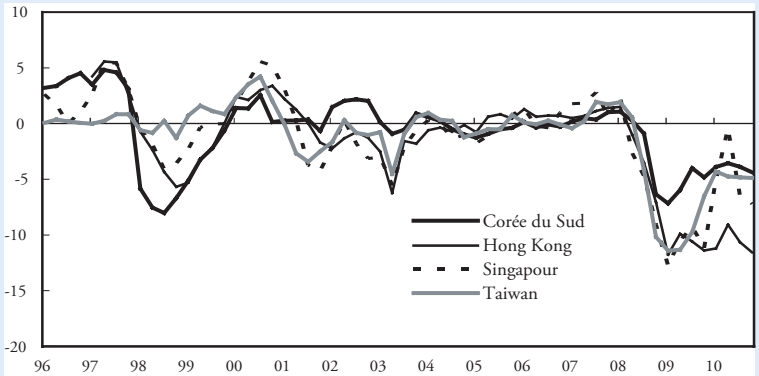
## Graphique 4a : Écart du PIB à sa tendance en Amérique latine*

Écart à la tendance HP sur la période avant la crise, en %



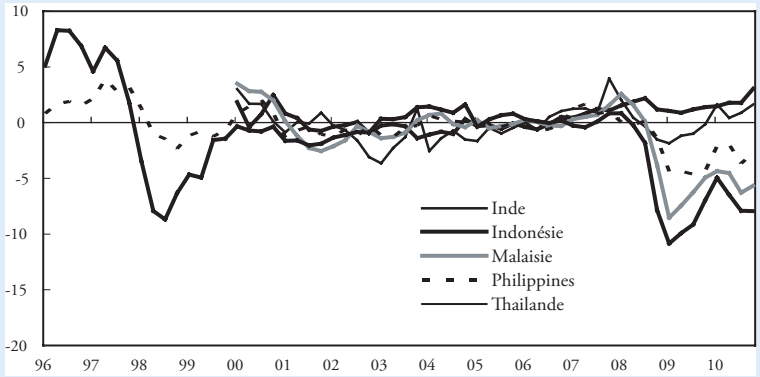

## Graphique 4b : Écart du PIB à sa tendance dans les « Dragons » asiatiques*

En % du PIB tendanciel




## Graphique 4c : Écart du PIB à sa tendance dans les « Tigres » asiatiques et en Inde*

En % du PIB tendanciel




* Les séries représentent l'écart du PIB observé à sa tendance de moyen terme obtenue par la méthode de filtrage Hodrick-Prescott. La tendance est calculée sur la période 1996T1-2007T4 puis est prolongée jusqu'au quatrième trimestre 2010. On suppose donc que la crise n'a pas affecté la capacité productive des pays.

*Sources :* Comptes nationaux, calculs OFCE.

Le constat est proche en Asie. Depuis son pic du premier trimestre 2010 (11,2 % en glissement annuel), l'Asie émergente est entrée dans une phase de croissance plus modérée. La Chine (encadré 1) et l'Inde restent en tête avec respectivement 10,3 % et 10,4 % de croissance. Cette décélération ne remet pas en cause le dynamisme de la région et les économies asiatiques en développement ont connu une croissance forte en 2010 (9,2 % contre 6,2 % en 2009), grâce à des bases solides. La progression des échanges commerciaux et intra-régionaux et de la demande intérieure asiatique a permis de rétablir la confiance des entreprises à son niveau d'avant-crise. La région a également connu un rebond en matière d'exportations (à la suite d'une forte réduction en 2009) qui s'est traduite par une amélioration de la contribution du commerce extérieure à la croissance qui est passée de -0,9 % en 2009 à 0,6 % en 2010. Néanmoins, comme en Amérique latine, la surchauffe menace le succès de l'économie asiatique avec le retour de l'inflation dans certains pays (9 % en Inde, 7 % en Indonésie et 4 % en Corée du Sud en décembre 2010 en glissement annuel). L'accélération de la hausse des prix est également due à la vigueur de l'inflation alimentaire et énergétique, conséquence des intempéries subies dans la région depuis l'été et qui touchent particulièrement les pays importateurs de matières premières. Face à cette progression, certains pays ont opté pour un durcissement progressif des politiques monétaires (voir *infra*) qui implique une accélération du rythme d'appréciation des taux de change en Asie et en Amérique latine. Cependant, cette appréciation ne met pas en péril la compétitivité de ces zones qui avaient vu leurs monnaies se déprécier fortement à l'automne 2008 à la suite de la faillite de Lehman Brothers.

La croissance devrait se maintenir au rythme soutenu de 7,9 % en 2011 et de 7,8 % en 2012, ce qui constitue un ralentissement limité par rapport à la performance remarquable de 9,6 % enregistrée en 2010. En outre, nous prévoyons un ralentissement du commerce mondial à 7,5 % en 2011 et 7,1 % en 2012 contre 14,6 % en 2010 (année de reprise). Le ralentissement de la croissance mondiale devrait se répercuter sur le dynamisme des exportations de la plupart des pays d'Asie.

### Encadré 1 : Chine : une croissance à toute épreuve ?

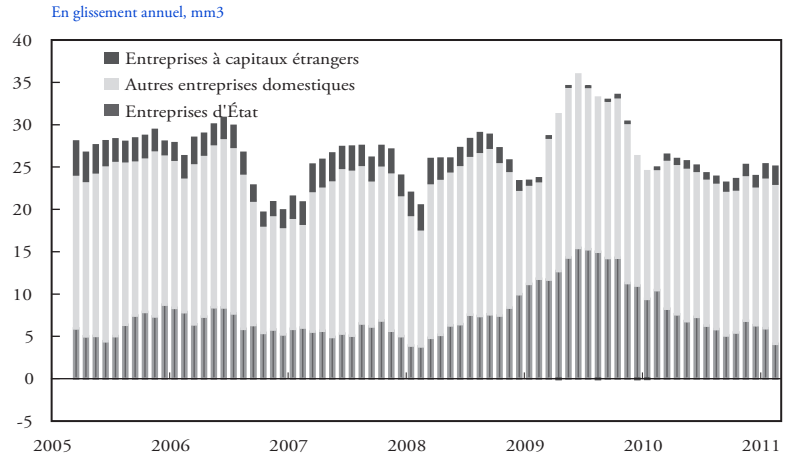
En 2010, l'économie chinoise s'est hissée au deuxième rang mondial avec un PIB de 5 880 milliards de dollars, contre 5 470 milliards de dollars pour le PIB japonais. En termes de PIB par habitant, le revenu chinois ne représente néanmoins que 10 % du revenu japonais, et 20 % si on le mesure en parité de pouvoir d'achat. La Chine est également le premier exportateur mondial, ayant dépassé l'Allemagne en 2009, et le premier producteur de produits manufacturés devant les États-Unis (en valeur ajoutée mesurée en dollars courants). Enfin, en 2010, la Chine est devenue le premier consommateur d'énergie au monde, alors qu'il y a dix ans, sa consommation ne représentait que la moitié de celle des États-Unis.

Ce tableau est le reflet de la capacité de la Chine à maintenir la croissance de son économie, même en période de crise financière mondiale. Rappelons que le PIB chinois a ralenti tout au long de l'année 2008 pour atteindre 5,8 % de croissance en glissement annuel au premier trimestre 2009, mais s'est repris très rapidement sous l'impulsion des

politiques publiques qui l'ont porté à 11,9 % en glissement annuel au premier trimestre 2010. Fin 2010, la croissance du PIB s'est stabilisée à 9,8 % en glissement annuel.

En 2009, la croissance a été tirée par une forte expansion de l'investissement, qui a contribué à hauteur de 8,7 points de PIB, permettant de compenser la contribution négative du commerce extérieur (-3,7 points). Ceci a conduit à une hausse de 5 points du taux d'investissement entre 2008 et 2009 (de 41 à 46 % du PIB), tandis que la part de la consommation est restée stable à 35 % du PIB. Cette évolution complique la tâche des autorités chinoises qui s'efforçaient de rééquilibrer la croissance en faveur de la consommation. En 2010, la contribution de l'investissement est revenue à 5,6 points de PIB, celle de la consommation s'élevait à 3,9 points, et celle du commerce extérieur à 0,8 point (croissance de 10,3 % en moyenne annuelle). Selon nos prévisions, en 2011 et 2012, la croissance ralentira à 9,3 % avec la fin des mesures de soutien budgétaire. L'investissement restera un moteur important de la croissance grâce à l'investissement privé (en particulier dans le secteur manufacturier) qui a largement pris le relais de l'investissement public en 2010 (graphique). Sa contribution sera cependant légèrement inférieure à celle de 2010 (4,8 points) du fait des mesures restrictives des politiques monétaires visant à juguler l'inflation, alors que les contributions de la consommation et du commerce extérieur seront quasi stables (3,9 et 0,7 points respectivement).

**Évolution de l'investissement en Chine**




*Sources :* CEIC, calculs OFCE.

Les principaux risques qui pourraient peser sur la croissance chinoise concernent les difficultés auxquelles se heurte la banque centrale pour maîtriser l'évolution de la liquidité. Le taux d'intérêt sur les crédits est fixé par la banque centrale à 5,6 %, soit un taux réel proche de 1 %, et très inférieur au taux de croissance ce qui stimule l'investissement. Une montée brutale des taux augmenterait fortement la part des investissements non rentables et pourrait révéler un taux élevé de prêts non performants pour lesquels les lignes de crédits ne seraient pas renouvelées. Les investissements consentis dans le cadre du plan de relance de 2009 en particulier sont loin d'être tous rentables. Par ailleurs, la fixation du taux sur les dépôts à 2,5 % l'an (un taux de plus de 2 points inférieur à l'inflation) décourage l'épargne et incite les ménages à chercher d'autres types de placements plus rémunérateurs (bourse, immobilier), alimentant la hausse sur ces marchés. Après la mauvaise expérience de 2007 et dans un contexte de croissance mondiale ralentie, les autorités chinoises évitent de prendre des mesures

drastiques de freinage de la croissance et privilégient les mesures ciblées, dont l'efficacité reste à démontrer.

Les grandes orientations du 12e plan quinquennal, qui a été publié au début du mois de mars, ne se démarquent pas fondamentalement de celles du 11e plan. Les objectifs principaux sont les suivants :

– **Assurer une croissance stable et non inflationniste** (objectif de 7 % par an), tout en recherchant l'équilibre des paiements internationaux ;
– **Renforcer la consommation domestique**, ce qui passe par le développement du secteur des services, l'urbanisation (en particulier vers les villes moyennes), la hausse des revenus des ménages urbains et ruraux et la lutte contre la pauvreté (améliorer la répartition des revenus, étendre la couverture sociale et le système de santé, moderniser l'agriculture) ;
– Mettre l'accent sur le **contenu technologique de la croissance** (avec la définition de sept secteurs industriels stratégiques : technologies d'économie d'énergie et de protection de l'environnement, nouvelles technologies de l'information, biotechnologies, biens d'équipement sophistiqués, nouvelles énergies, nouveaux composants et véhicules propres) et sur l'**efficacité énergétique** (l'objectif affiché est de réduire de 40 à 45 % la consommation d'énergie par unité de PIB entre 2005 et 2020);
– **Renforcer la cohésion sociale** (amélioration des services publics, éducation, protection des droits individuels) ;
– **Poursuivre la réforme et l'ouverture** (fixation des taux d'intérêt par des mécanismes de marché, convertibilité progressive du compte de capital, réforme des mécanismes d'administration des prix).

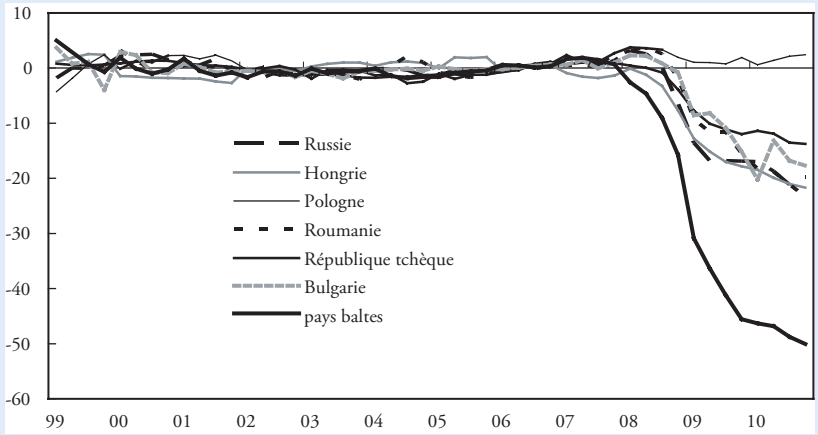
## *Europe de l'Est : le syndrome asiatique*

Les PECO font figure d'exception dans ce tableau car ils ont subi les conséquences des déséquilibres macroéconomiques persistants, qui ont plongé ces pays dans une crise dont certains ne sont toujours pas réellement sortis. Les pays de l'Est ont été victimes de ce que l'on pourrait appeler un syndrome asiatique (en référence à la crise asiatique de 1997) : abstraction faite de la Russie – dont la croissance est étroitement corrélée à l'évolution du prix des matières premières (encadré 2) –, ils cumulaient avant la crise de forts déficits courant et publics qui les rendaient très dépendants des financements étrangers. Les fortes dépréciations des taux de change y ont par ailleurs été particulièrement problématiques car le secteur privé de ces pays était très endetté en devises, et sa solvabilité s'en ressent encore aujourd'hui. Les pays baltes, en état de surchauffe juste avant la crise, ont connu des baisses d'activité de l'ordre de 20 %, avec un système bancaire et une demande intérieure sinistrés. Au total, la baisse du PIB de la zone a atteint 5,8 % en 2009 et l'écart au PIB tendanciel atteint entre 10 et 25 % dans la plupart des pays (graphique 5).

La récession a donc été beaucoup plus marquée et la reprise plus difficile. La croissance a repris dans tous les pays à l'exception de la Roumanie, mais la plupart des pays de la zone présentent une activité encore bien inférieure à celle qui prévalait avant la crise.

**Graphique 5 : Écart du PIB à sa tendance dans les PECO***

En % du PIB tendanciel




* Voir note graphique 4.
*Sources :* comptabilité nationale, sources nationales.

Dans la plupart des pays, l'assèchement du canal du crédit et l'appréciation du change contraignent encore les agents privés à se désendetter, empêchant la reprise de la demande intérieure et notamment celle de l'investissement. La hausse des prix des matières premières pèse également sur le revenu des ménages. En outre, ces pays présentent des finances publiques beaucoup plus dégradées que les pays émergents des autres zones et la pression des marchés financiers et des critères d'adhésion – la plupart des nouveaux pays membres de l'Union européenne (UE) ayant encore pour objectif d'adhérer à la monnaie unique entre 2013 et 2017 – à la zone euro les contraindront, à l'horizon de notre prévision, à mettre en place des politiques d'austérité budgétaire extrêmement rigoureuses (baisses des dépenses, hausses de TVA dans tous les pays de la zone,…). Enfin, le retour de l'inflation, notamment salariale, après une phase de désinflation rapide, conduira à des restrictions monétaires qui sont d'ores et déjà amorcées dans plusieurs pays (Pologne, Hongrie,...). C'est essentiellement sur le commerce extérieur que repose la reprise de la production industrielle dans la plupart de ces pays. La situation conjoncturelle demeure donc extrêmement morose, notamment dans les pays baltes, en Roumanie et en Bulgarie.

Seules exceptions à ce tableau pessimiste : la Pologne et, dans une moindre mesure, la République tchèque. Dans ces deux pays, l'endettement privé, notamment en devises étrangères, était moins important que dans le reste de la zone. La demande intérieure bénéficie en Pologne d'une forte croissance du crédit qui tire la consommation privée. Quant à la République tchèque, la demande intérieure contribuera aussi – mais dans une moindre mesure – à la croissance et le pays bénéficiera d'une politique budgétaire plus souple que les autres pays de la zone grâce à un niveau d'endettement public plus faible.

Au total, la croissance atteindrait 2,6 % et 3,1 % dans les nouveaux pays membres en 2011 et 2012, et 4,6 % dans la Communauté des États Indépendants (CEI) grâce à la hausse du prix des matières premières.

### Encadré 2 : Russie : une sortie de crise en trompe-l'œil

La situation économique russe se singularise de celle des pays de la CEI par son étroite corrélation avec l'évolution du prix des matières premières. Le pays a été durement touché par la crise, en partie du fait des turbulences des marchés financiers, comme les autres pays émergents, mais aussi en raison de la chute initiale du prix des matières premières, principale ressource du pays. Les autorités ont été contraintes, pour endiguer l'effondrement du rouble, de puiser largement dans les réserves de change accumulées au cours des dernières années et de recourir aux fonds souverains pour alimenter une politique de relance.

L'économie russe porte encore aujourd'hui les stigmates de la crise. Comme dans beaucoup de pays d'Europe de l'Est, les ménages et les entreprises ont été durement touchés par l'effondrement du crédit et la chute du rouble, entraînant une explosion du taux de créances douteuses et un mouvement de désendettement qui n'est pas achevé à ce jour. Le marché du travail demeure très dégradé, avec un chômage élevé et des salaires affaiblis au cours des deux dernières années et le retour d'une inflation à deux chiffres pèsera également sur la demande intérieure. Pour autant, ces éléments seront contrebalancés par la forte hausse récente des cours des matières premières qui alimenteront les grandes industries qui en dépendent, ainsi que le budget de l'Etat, dont les revenus des ventes de matières premières sont le plus gros poste. Les finances publiques devraient ainsi se redresser rapidement sans contraindre le gouvernement à couper trop brutalement dans les dépenses mises en place par le plan de relance, ce qui permettra de réalimenter les fonds souverains mis à mal au cours de la crise.

La situation des pays émergents est donc très contrastée, avec une zone d'Europe de l'Est encore très fragilisée par la crise et des pays d'Asie et d'Amérique latine qui se positionnent en moteurs de la croissance mondiale à l'horizon de notre prévision. Pour autant, si la croissance semble aujourd'hui être portée par la demande interne et des fondamentaux solides, le risque de surchauffe et la réapparition de l'inflation pourraient peser sur la croissance future. Portée par la hausse des prix des matières premières, l'inflation va contraindre les pays émergents à durcir leur politique monétaire avec pour effet un accroissement des entrées de capitaux à la recherche de rendements intéressants.

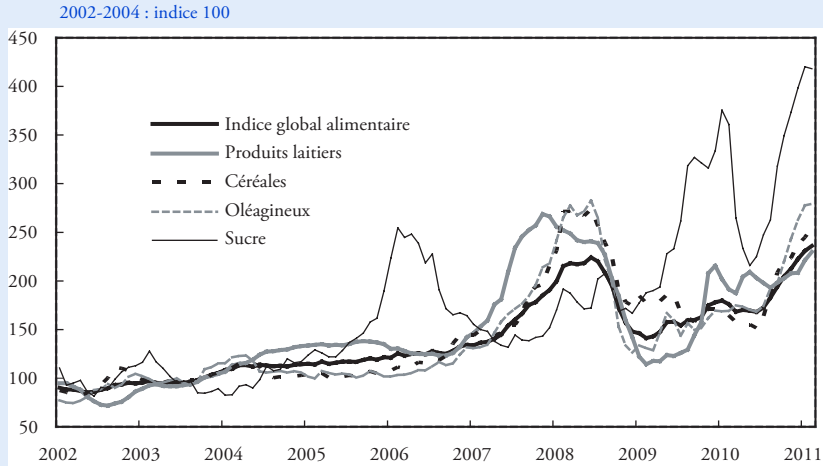
## Hausse du prix des matières premières : frein ou stimulus à la croissance ?

### *Matières premières agricoles : une hausse soutenue des cours*

Après la flambée des prix de 2008, la crise économique et la chute de production qui ont touché la majorité des pays développés ont entraîné une rapide chute des prix des matières premières alimentaires en 2009. Sous l'effet de la reprise

économique de 2010, combinée à la bonne santé des pays émergents, les prix des produits se sont fortement appréciés. Le retour de la croissance économique mondiale, la demande en hausse des pays émergents, le développement des biocarburants et l'augmentation de la population devraient soutenir les cours des produits alimentaires internationaux dans les deux prochaines années. L'indice FAO des prix alimentaires a connu une hausse ininterrompue entre juin 2010 et février 2011, avec un taux de croissance moyen de 4,6 % par mois. En février 2011, il a atteint un point haut depuis 1990, date de sa création et il dépasse de 5 % son niveau de 2008. Les prix de tous les produits enregistrent une hausse, les plus marquées concernant les céréales et les oléagineux (graphique 6).

**Graphique 6 : Évolution des indices de prix des matières premières alimentaires**




*Note :* L'indice de la FAO est établi à partir de la moyenne des indices de prix de cinq catégories de produits (au total 55 produits de base), pondérés en fonction de la part moyenne à l'exportation de chacune des catégories pour la période 2002-2004.
*Source :* FAO.

Les facteurs à l'origine de la hausse des prix des matières premières agricoles, qui devrait se poursuivre en 2011, peuvent se décomposer en facteurs conjoncturels et structurels.

Parmi les facteurs conjoncturels, on peut d'abord citer l'aléa météorologique. Plusieurs accidents météorologiques se sont produits en 2010 : une sécheresse dans les pays de la Mer Noire (Ukraine, Russie), en Australie, et dans certaines régions chinoises (Yunnan, Sichuan) ; des inondations en Inde, en Russie, au Pakistan, au Canada et en Argentine. En conséquence les productions ont été moins élevées que prévu. Les productions de blé de Russie et d'Australie accusent une forte baisse. La production mondiale de blé estimée pour 2010-2011 chute de 5,4 % par rapport à l'année précédente. Craignant une nouvelle flambée des cours, les pays limitent les exportations et constituent de stocks, avec parfois des achats massifs pour sécuriser les approvisionnements.

Parmi les facteurs structurels, la croissance de la population mondiale et l'augmentation des revenus dans les pays émergents soutiennent la demande, alors que le ralentissement de la croissance des rendements pèse sur l'offre. Même si les pays industriels demeurent les plus gros importateurs de matières premières agricoles (notamment le Japon), la Chine est le premier importateur de coton, d'huile de palme, de soja, d'huile de soja et le cinquième importateur de maïs. En outre, l'apparition des biocarburants semble représenter un facteur permanent de hausse des prix : 35 % des récoltes de canne à sucre et 10 % des récoltes de maïs dans le monde sont destinés à la fabrication de biocarburants et d'éthanol. De plus, les stocks de blé, céréales secondaires et huiles végétales sont tombés à des niveaux bas, ce qui réduit les possibilités d'amortissement des chocs sur l'offre et la demande. La reconstitution des stocks devrait prendre quelques années et risque d'aggraver la volatilité des prix. De façon similaire, la hausse des prix de certains produits se transmet à d'autres produits. Le prix du pétrole (structurellement orienté à la hausse) détermine largement celui des intrants de l'agriculture, de la transformation agroalimentaire et du transport, affectant le coût de production des aliments. En outre, la hausse du coût des céréales renchérit le coût de l'alimentation animale et contribue directement à la hausse du prix de la viande.

À ces facteurs conjoncturels et structurels s'ajoute la spéculation qui accroît la volatilité des prix. Bien qu'il soit difficile de connaître la part de contrats commerciaux à des fins de couverture ou de spéculation, les volumes de contrats sur les marchés à terme ont nettement augmenté depuis 2007 : sur le contrat blé la progression est particulièrement impressionnante avec une moyenne de lots traités en hausse de 1 200 % entre 2007 et 2010.

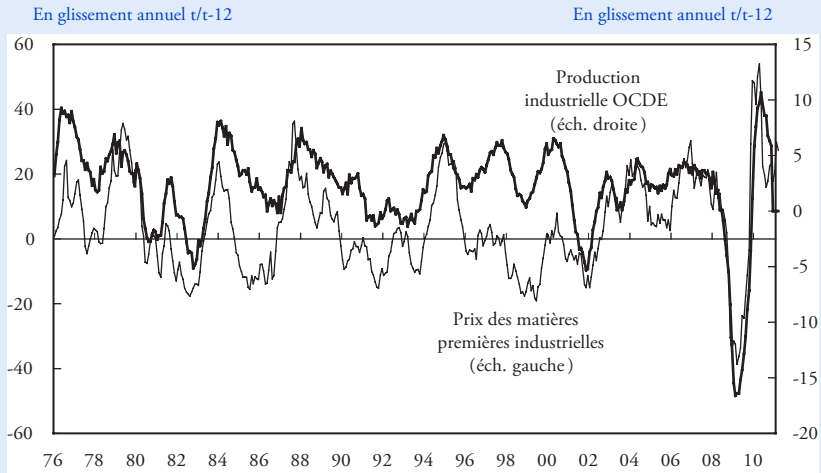
L'impact de cette flambée des prix alimentaires sur les pays en développement dépend du pays concerné. Les producteurs de denrées de base bénéficieront de la hausse des prix sur les marchés d'exportation. En revanche, les pays importateurs de produits alimentaires subiront des chocs fortement négatifs car ils devront consacrer à l'alimentation une part plus importante de leur revenu disponible. L'OCDE estime que chaque augmentation de 10 % du prix des céréales alourdit de près de 4,5 milliards de dollars la facture totale des importations des pays en développement importateurs nets[3]. Les pays du Moyen-Orient seront les plus touchés par une flambée des prix, en particulier les pays non exportateurs de pétrole, qui ne bénéficieront pas de la manne pétrolière : leur balance de produits agricoles et alimentaires est en effet largement déficitaire (-2,6 % du PIB en 2009 pour les pays du Moyen-Orient hors OPEP). Dans les pays d'Europe centrale et orientale, la facture risque de s'alourdir pour les pays importateurs nets (Pologne, République tchèque, Slovaquie) et même pour les pays producteurs de céréales (Russie, Ukraine), dont la production chute à cause des intempéries. Les pays d'Amérique latine, pour la plupart exportateurs nets (Uruguay, Chili, Argentine, Brésil), devraient bénéficier d'une hausse des cours avec comme corollaire des risques de tensions inflationnistes.

3. Perspectives agricoles de l'OCDE et de la FAO, 2008-2017.

## *Les matières premières industrielles : vers de nouveaux sommets*

Les prix matières premières non-énergétiques suivent le cycle économique en fonction de la demande du secteur industriel des pays de l'OCDE (graphique 7).

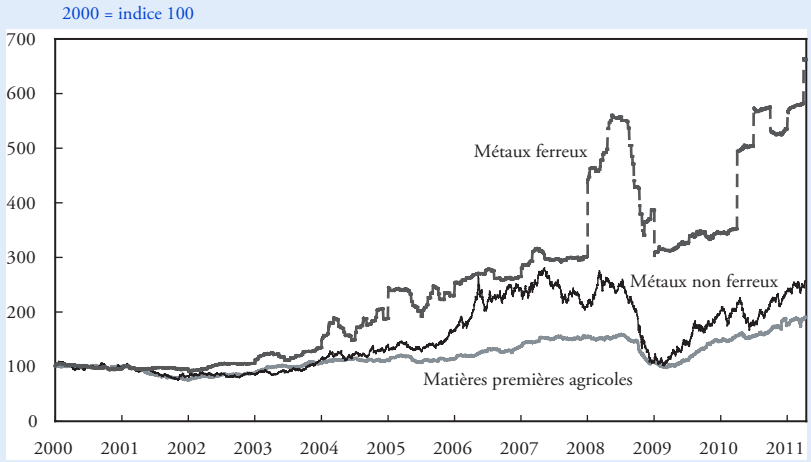
**Graphique 7 : Taux de croissance de la production industrielle de l'OCDE et du prix des matières premières industrielles**




*Source :* OCDE.

Contrairement aux produits agricoles pour lesquels l'aléa météorologique joue un rôle non négligeable dans la fixation du niveau des prix, la progression des prix industriels (graphique 8) s'explique essentiellement par des facteurs structurels et notamment une demande croissante en provenance des pays émergents qui s'ajoute à la demande des pays de l'OCDE. Ainsi, en 2009, 48 % des importations de minerai de fer et 26 % des importations de minerais non ferreux ont pour destination la Chine (encadré 3). Si l'on agrège l'ensemble des pays émergents, leur poids dans les importations mondiales de matières premières industrielles s'est considérablement accru entre 2000 et 2009 : en 2000, ils représentaient 24 % des importations mondiales de minerai de fer, contre 60 % en 2009 ; pour les minerais non ferreux, cette part est passée de 14 % à 37 %. À cette croissance soutenue des pays émergents s'ajoute la reprise de la croissance dans les pays de l'OCDE, après la récession de 2009. Ceci est particulièrement sensible pour certaines matières premières, comme le cuivre et l'étain, qui battent leurs records de 2008, ou encore les métaux précieux : entre 2008 et mars 2011, le cours de l'argent a augmenté de 130 %, celui du palladium de 120 %, et celui de l'or de 60 %.

**Graphique 8 : Indice de prix des matières premières agricoles et industrielles**




*Source :* HWWI (Institut d'économie internationale de Hambourg).

## Encadré 3 : La Chine, consommateur vorace de produits industriels

L'une des causes principales des tensions structurelles sur les matières premières industrielles est la croissance chinoise. Avec près de 50 % de la consommation et de la production d'acier, 40 % de celles d'aluminium et plus de 40 % de la demande de cuivre. Certes, une partie des importations du pays sont réexportées vers l'étranger, mais la Chine joue plus que jamais un rôle central dans les marchés de métaux et dans la fixation de leurs prix en 2010. Son pouvoir est tel que ses stocks stratégiques régulent la volatilité des prix des métaux, achetant quand les cours sont bas, se retirant lorsqu'ils s'envolent. Pour alimenter ses raffineries et ses alumineries, la Chine a dû fortement augmenter ses achats de bauxite, de minerai de nickel et a doublé ses importations de déchets d'aluminium sur un an. Cela étant, la Chine est également un grand producteur et a vu une augmentation sensible de sa production de matières premières industrielles en 2010. Après avoir été un importateur net de plomb, d'aluminium, et d'acier il y a un an, la Chine est redevenue exportateur net, ce qui a permis de limiter les hausses de cours sur ces produits. Pour illustrer le pouvoir de marché dont dispose la Chine, citons l'étude de l'agence de notation Fitch* selon laquelle un ralentissement de la croissance chinoise (une hausse de 5 % de son PIB au lieu des près de 10 % attendus) pourrait provoquer un reflux global de 20 % des cours des matières premières.

* Fitch Ratings, *The Impact of a China Slowdown on Global Credit Quality*, 30 nov. 2010.

## *Pétrole et gaz naturel : hausse des prix et transferts de revenus*

Après une courte accalmie d'à peine un an et un baril autour de 75-80 dollars, la volatilité est de retour sur le marché du pétrole[4]. Dans notre prévision, nous

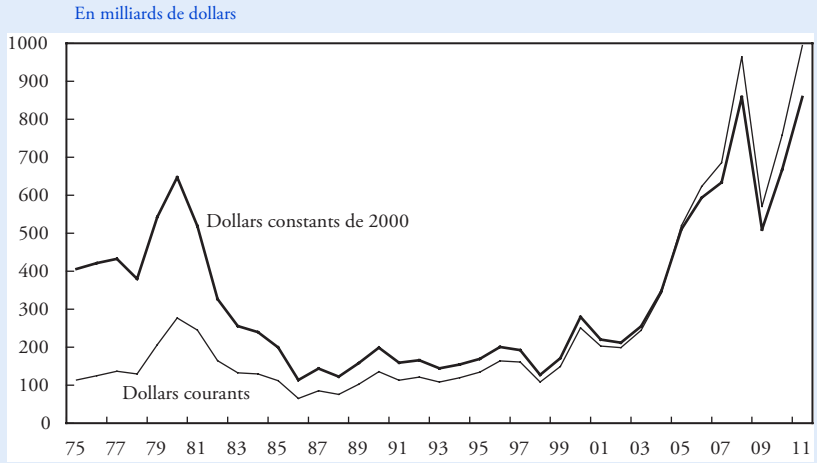
4. Voir dans ce dossier la fiche « Pétrole : poussée des prix sur fond de révolution » rédigée par Céline Antonin.

anticipons que les prix resteront au-dessus de la barre des 100 dollars en 2011, avec un repli en fin d'année consécutif à l'apaisement des tensions géopolitiques. Même si la situation se « normalise » en 2012, avec une reprise de la production de l'OPEP, la stagnation de la production non OPEP et la croissance ininterrompue de la consommation devraient soutenir les cours, et nous devrions rester à des niveaux élevés avec une moyenne de 98 dollars par baril en 2012.

Concernant le marché du gaz naturel, l'essor de la production de gaz non conventionnel aux EU (gaz schisteux), la réduction des coûts d'extraction et l'investissement des pays dans la technologie de production de gaz naturel liquéfié (GNL) ont permis aux prix du gaz de rester à des niveaux modérés en 2010 et début 2011, malgré la hausse du prix du pétrole.

Ces hausses des prix des matières premières se traduisent par le transfert de revenus des pays importateurs nets de matières premières vers les pays exportateurs nets *via* la balance commerciale. Les recettes pétrolières nettes des pays de l'OPEP sont ainsi passées, en termes nominaux, de 570 milliards de dollars en 2009 à 759 milliards de dollars en 2010, selon l'Agence américaine d'information sur l'énergie (EIA), soit un montant représentant 1,22 % du PIB mondial en 2010. Le surplus de recettes engrangé en 2010 (par rapport à 2009) représente donc 190 milliards de dollars, soit l'équivalent de 0,33 % du PIB mondial 2009. En 2011, étant donné nos prévisions de prix du pétrole, le surplus de recettes représenterait 235 milliards de dollars, soit 0,38 % du PIB mondial 2010 (graphique 9).

**Graphique 9 : Revenus pétroliers nets des pays de l'OPEP**




*Source :* EIA.

Le recyclage des pétrodollars se réalise selon plusieurs modalités :

— la hausse des importations ;

— des investissements de portefeuille à l'étranger ;

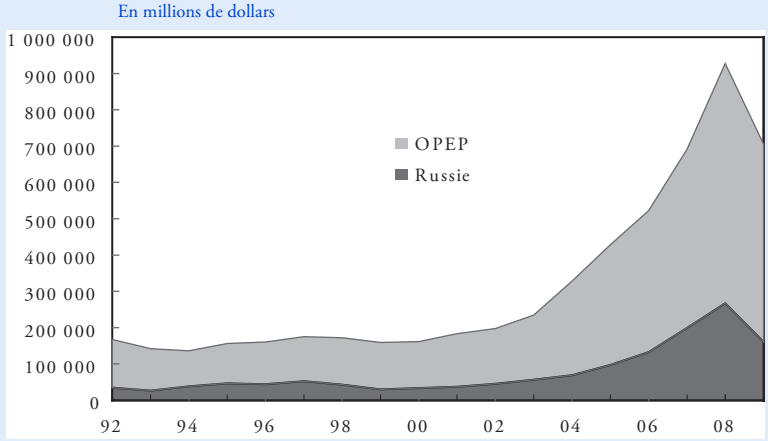
— l'accumulation de réserves de changes ;

— d'autres usages (investissements dans les marchés locaux, dans les fonds spéculatifs, etc.).

Le comportement des pays exportateurs de pétrole aura une incidence sur la résorption des déséquilibres courants *via* deux canaux de recyclage :

**Le premier canal ou « canal de l'absorption »** correspond à la part des recettes supplémentaires reçues par les pays exportateurs de pétrole et dépensée en importations (graphique 10). Les estimations sur la période 2003-2005 donnent une élasticité des importations aux recettes pétrolières variable : selon les estimations, les hypothèses retenues et la période de référence, la part du supplément des revenus pétroliers alloués à une augmentation des importations varie de 36 % (FMI, 2006) à 60 % pour l'OCDE (2005). Nous retenons le chiffre de 50 %, estimation moyenne fondée sur l'article de Juan Ruiz and Josep Vilarubia, *International Recycling of Petrodollars*, Banque d'Espagne, 2007.

**Graphique 10 : Évolution des importations des pays de l'OPEP et de la Russie, 1992-2009**




*Source :* FMI, *Direction of Trade Statistics.*

Nous considérons donc que 50 % des suppléments de revenus tirés de la vente de pétrole sont dépensés, ce qui représente, en 2010, 95 milliards de dollars, ou 0,17 % du PIB mondial (et 120 milliards de dollars en 2011).

Le « canal de l'absorption » est assez faible. Au moment des deux chocs pétroliers des années 1970, la propension à dépenser les recettes supplémentaires atteignait 75 %, contre 50 % sur la période 2002-2005 selon le FMI[5]. Les taux les plus faibles de dépenses reviennent aux pays du Golfe. *À contrario*, des pays comme l'Algérie,

5. FMI, « Oil prices and global imbalances, *World Economic Outlook*, avril 2006.

l'Angola, l'Iran ou le Nigéria augmentent davantage leurs importations lorsque leurs revenus pétroliers s'accroissent en raison d'une demande interne plus importante.

**Tableau 3 : Répartition des importations des pays de l'OPEP et de la Russie selon la région d'origine, 2009**

En %

| Exportateur | Importateur | |
|---|---|---|
| | OPEP | Russie |
| OCDE *dont :* | 54,1 | 63,2 |
| *UE-27* | 27,7 | 53,8 |
| *États-Unis* | 8,8 | 3,1 |
| *Japon* | 5,6 | 2,0 |
| BRIC *dont :* | 23,1 | 15,1 |
| *Chine* | 12,7 | 12,6 |
| Autres pays en développement | 22,8 | 21,7 |
| Total | 100,0 | 100,0 |

*Source* : Chelem.

Par conséquent, en 2010, d'après les clefs de répartition du tableau 3, les pays de l'OPEP ont importé un supplément :

— de 25 milliards de dollars en provenance de l'UE-27 (soit 0,4 % des exportations de l'UE) ;

— de 8 milliards de dollars en provenance des États-Unis (soit 0,4 % des exportations américaines) ;

— de 20 milliards de dollars en provenance des BRIC (soit 0,7 % des exportations des BRIC).

En 2011, les montants importés seraient légèrement supérieurs : le supplément de demande adressée par les pays de l'OPEP représenterait 0,5 % des exportations de l'UE, 0,5 % des exportations américaines et 0,9 % des exportations des BRIC.

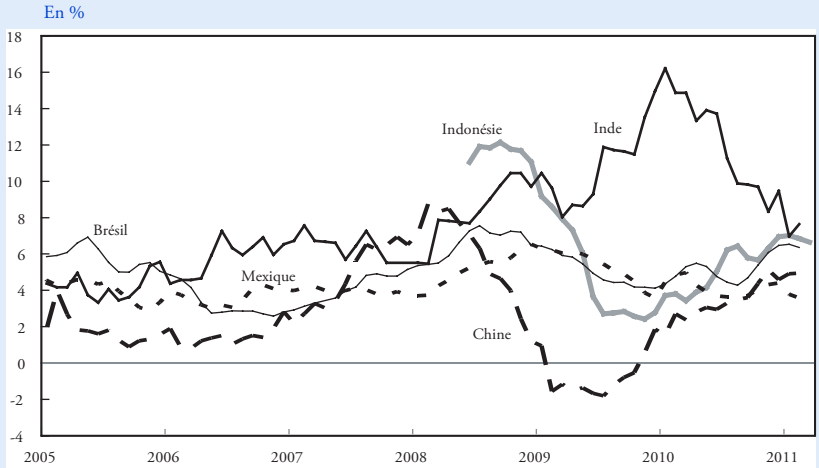
**Le deuxième canal de recyclage des pétrodollars est celui des comptes courants.** Les pays exportateurs de pétrole épargnent leurs revenus et placent leurs actifs dans les pays importateurs, ce qui contribue encore à la hausse de l'inflation.

## Hausse des prix des matières premières : un vecteur d'inflation et de pauvreté dans les pays émergents

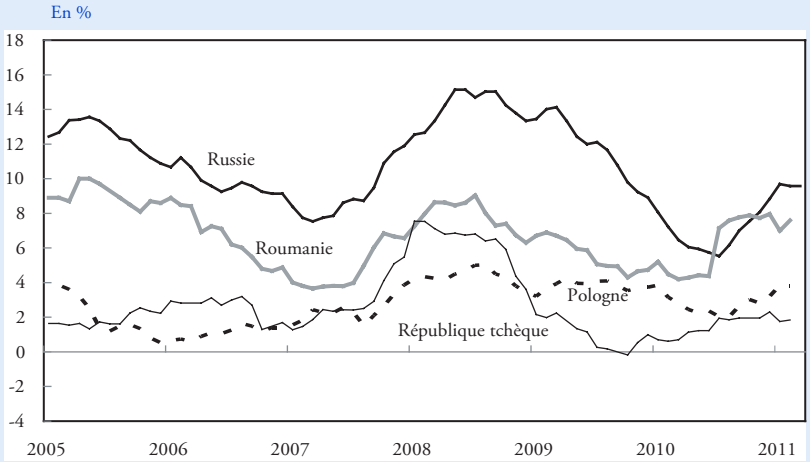
La hausse des prix des matières premières a des conséquences directes sur le niveau général des prix dans les pays émergents (graphiques 11a et 11b). L'envolée des prix alimentaires est particulièrement inquiétante car, outre son impact sur l'inflation, elle contrarie la diminution de la pauvreté et risque de provoquer des

famines et des crises alimentaires débouchant sur des émeutes de la faim comme en 2008.

**Graphique 11a : Inflation dans les principaux pays émergents d'Asie et d'Amérique latine**




**Graphique 11b : Inflation en Europe centrale et orientale**




*Source :* Global Insight.

La part des produits alimentaires dans la consommation des ménages des pays émergents est bien supérieure à celle des pays développés (tableau 4). Elle avoisine 50 % dans les pays les moins riches comme l'Inde, l'Indonésie ou les Philippines. Dans les pays émergents les plus avancés cette part se situe entre 20 et 30 % (Brésil, Pologne,…), à comparer à une fourchette de 10 à 15 % pour les pays de l'OCDE.

S'y ajoute la part consacrée aux dépenses énergétiques (entre 10 et 15 % pour la plupart des pays émergents), qui est elle aussi en moyenne plus élevée que dans les pays développés.

Le risque d'une forte hausse de l'inflation résultant d'une indexation des salaires et des revenus est donc particulièrement préoccupant dans les pays émergents, d'autant que certains se trouvent déjà en situation de surchauffe. C'est notamment le cas du Brésil, de l'Argentine, de la Chine, de l'Inde et de l'Indonésie qui ont retrouvé leur trajectoire de croissance d'avant-crise et qui connaissent des tensions sur les capacités de production. Les salaires sont tirés à la fois par l'augmentation du coût de la vie et les tensions sur le marché du travail. Dans les pays émergents les moins riches (Inde, Indonésie, Philippines), les salaires sont implicitement indexés sur les prix de l'aliment de base (blé ou riz). Ceci limite l'impact négatif sur le pouvoir d'achat des ménages mais augmente les risques de spirale inflationniste. Les hausses de salaires induisent à leur tour une hausse des prix des autres produits alimentaires locaux et plus généralement de tous les biens dont la production est intensive en main-d'œuvre. Enfin l'envolée des prix du pétrole se répercute également sur les prix des produits agricoles *via* les coûts de transport mais aussi les prix des pesticides et autres produits chimiques utilisés dans l'agriculture. Ce différentiel d'inflation devrait se traduire par une appréciation des taux de change réels des pays émergents, mais celle-ci est freinée en Asie par l'attitude de la Chine qui limite la hausse du yuan. Les pays voisins ne peuvent se permettre une appréciation trop brutale de leurs monnaies vis-à-vis du yuan au risque de perdre des parts de marché.

Pour éviter un dérapage de l'inflation, les banques centrales des pays émergents sont plus promptes à augmenter les taux d'intérêt que dans les pays développés. C'est le cas en particulier pour les pays qui se sont fixés une cible d'inflation (tableau 5). Cependant, l'impact sur les prix peut être atténué par deux éléments. D'une part, une forte croissance de la productivité permet d'absorber au moins une part des hausses de salaires. D'autre part, un certain nombre de pays asiatiques (Chine, Indonésie en particulier) subventionnent les prix de l'énergie et des biens alimentaires de base, ce qui limite la répercussion sur l'inflation domestique des prix mondiaux.

Ainsi, le cycle de hausse des taux d'intérêt a démarré l'an dernier et se poursuivra en 2011 dans la plupart des pays émergents (tableau 6). L'Amérique latine a pris la tête dans la course à la hausse des taux (hausses de 3 points au Brésil et au Chili depuis un an), suivie de l'Asie (Chine, Inde et Thaïlande en tête). Mais le resserrement des politiques monétaires peine à suivre le rythme de l'inflation et les taux d'intérêt réels sont encore négatifs dans de nombreux pays (Inde, Thaïlande, Hong Kong, Malaisie, Bolivie, Uruguay, Paraguay, Russie et pays baltes). On peut dès lors anticiper la poursuite du resserrement des politiques monétaires en 2011. Dans les pays d'Europe de l'Est, beaucoup plus affectés par la crise mondiale, les hausses de taux ont tout juste démarré ou restent à venir.

**Tableau 4 : Part de la composante alimentaire dans l'indice des prix à la consommation, par zone géographique**

En %

| | |
|---|---|
| **Zone Amérique latine** | |
| Argentine | 38 |
| Brésil | 30-35 |
| Chili | 19 |
| Mexique | 19 |
| Zone Asie | |
| Inde | 46-60 |
| Philippines | 47-50 |
| Chine | 33 |
| Indonésie | 20-45 |
| Malaisie | 31 |
| Turquie | 28 |
| Hong-Kong | 27 |
| Taïwan | 27 |
| Thaïlande | 15-36 |
| Singapour | 22 |
| Corée du Sud | 14 |
| **Zone Afrique - Moyen Orient** | |
| Egypte | 56 |
| Algérie | 44 |
| Tunisie | 36 |
| **Zone Europe centrale et orientale** | |
| Pologne | 25 |
| République tchèque | 17 |
| Slovénie | 17 |
| Slovaquie | 16 |

*Sources* : Natixis, OCDE.

## Tableau 5 : Régimes de change et cibles d'inflation

| *Régime de change (flexibilité croissante)* | Asie émergente | Amérique latine | Europe centrale et orientale |
|---|---|---|---|
| Union monétaire, dollarisation, euroïsation | | | Membres de l'UEM (Estonie, Slovaquie, Slovénie) |
| Caisse d'émission (*currency board*) | Hong Kong | | Bulgarie, Lituanie |
| Taux de change fixe | Viêtnam | Venezuela | Biélorussie, Lettonie, Russie |
| Ancrage glissant (*crawling peg*) | Chine | Bolivie | |
| Flottement administré | Inde, Singapour, | Argentine, Malaisie, Paraguay, Uruguay | Ukraine, Roumanie |
| *Avec cible d'inflation* | Indonésie | | |
| Flottement pur | | | Hongrie, République tchèque |
| *Avec cible d'inflation* | Corée du Sud, Philippines, Thaïlande | Colombie, Pérou Brésil, Chili, Mexique | |

*Source* : FMI, avril 2008.

## Tableau 6 : Évolution des taux d'intérêt directeurs

Variation, en points

| | depuis un an | depuis 6 mois |
|---|---|---|
| Brésil | 3,00 | 1,00 |
| Chili | 3,00 | 0,63 |
| Pérou | 2,50 | 0,75 |
| Mexique | -0,25 | 0,00 |
| Inde | 1,75 | 0,50 |
| Thaïlande | 1,25 | 0,75 |
| Chine (taux directeur) | 1,00 | 0,75 |
| Corée du Sud | 1,00 | 0,50 |
| Malaisie | 0,50 | 0,00 |
| *Chine (réserves obligatoires)* | *3,50* | *2,00* |
| Pologne | 0,50 | 0,50 |
| Hongrie | 0,50 | 0,50 |
| Russie | -0,25 | 0,25 |
| République tchèque | -0,25 | 0,00 |

*Source* : Banques centrales nationales.

## Quand hausse des taux rime avec hausse des entrées de capitaux

Si les hausses des taux d'intérêt dans une grande partie des pays émergents, visent à freiner la progression de la demande, elles s'inscrivent aussi dans un paysage international marqué par l'abondance de capitaux en quête de placements rentables. Or, depuis les crises qui ont marqué le tournant de la décennie passée, les pays émergents apparaissent aujourd'hui comme des pôles d'investissement relativement stables et mieux gérés. En plus des importants excédents courants enregistrés en 2009 et 2010, une partie de la liquidité internationale, attirée par les perspectives de croissance favorables et des rendements plus élevés que dans les pays développés s'est orientée massivement vers ces régions, générant à la fois une appréciation des monnaies locales et une accumulation de réserves de change.

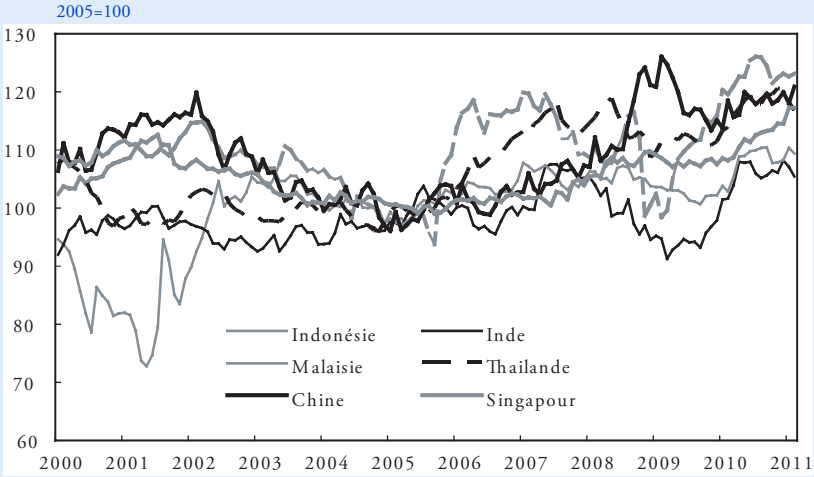
Ces entrées importantes de capitaux ont des conséquences qui peuvent s'avérer positives dans certains cas ou parfois néfastes du point de vue de la gestion macro-économique interne de ces pays. Tout d'abord, elles peuvent participer à la correction des déséquilibres *via* le taux de change. Comme il a été dit, la majorité des pays émergents (à l'exception notoire de la Chine et de Hong Kong) sont dans un régime de change flottant. La politique monétaire a donc théoriquement pour seul objectif de lutter contre l'inflation par l'arme des taux d'intérêt. En cas d'afflux de capitaux étrangers, l'appréciation des monnaies qui en découle tend à compléter l'action des banques centrales en réduisant la compétitivité externe des produits nationaux et en rendant moins favorable les entrées de capitaux. Elle limite aussi la hausse des prix de produits importés en monnaie nationale. Par ailleurs, elle réduit la charge de la dette extérieure, exprimée en monnaie nationale. Elle contribue donc à corriger une partie des déséquilibres internes et externes. Elle peut cependant poser un problème de perte de compétitivité trop importante si le taux de change devient surévalué. Dans la plupart des pays émergents, les monnaies se sont appréciées par rapport au dollar, remettant en cause les équilibres de compétitivité d'avant-crise (graphiques 12a et 12b). Ainsi, en Asie, plusieurs pays ont vu leur taux de change effectif réel[6] s'apprécier significativement. C'est notamment le cas à Singapour et en Indonésie où la hausse est supérieure à 12 % entre janvier 2008 et février 2011. La situation de la Thaïlande, de la Malaisie et de l'Inde s'est également dégradée. La Corée du Sud par contre, qui a souffert d'une forte dépréciation de sa monnaie pendant la crise, a gagné en compétitivité puisque le won n'a rattrapé que la moitié de sa baisse. En Amérique latine, le problème de l'appréciation de la monnaie est plus prégnant au Brésil, au Chili et au Pérou. En Argentine, le taux de change effectif réel est sous-estimé, l'inflation officiellement publié étant plus faible que l'inflation effective. Ces mouvements ont concouru à freiner les gains de parts de marché de ces pays en 2010 et à alimenter le regain d'importations qui a soutenu la demande mondiale et les débouchés des pays développés. Ils ont également réduit en monnaie nationale le coût pour les pays qui sont importateurs nets de matières

6. C'est-à-dire pondérés par le poids des concurrents dans leurs échanges commerciaux et déflatés par l'inflation relativement aux autres pays.

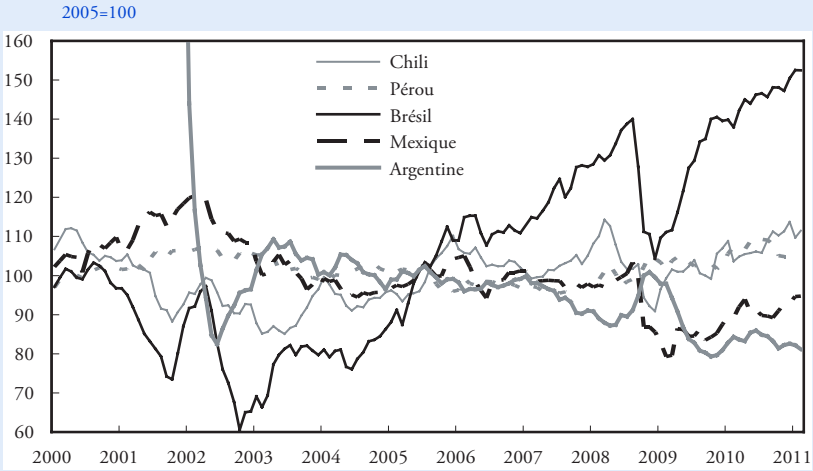
premières, ou les recettes pour les pays qui sont exportateurs nets de matières premières.

Pour contrer des appréciations de leur monnaie trop pénalisantes, voire éviter des surévaluations, les banques centrales sont intervenues massivement sur le marché des changes et devraient continuer si les entrées de capitaux se poursuivent : le Chili a déjà prévu un programme d'achat de 12 milliards de dollars sur l'année 2011 (50 millions de dollars d'achats par jour), tandis que la Colombie a confirmé qu'elle poursuivait le sien (20 millions de dollars par jour).

**Graphique 12a : Taux de change effectifs réels en Asie**



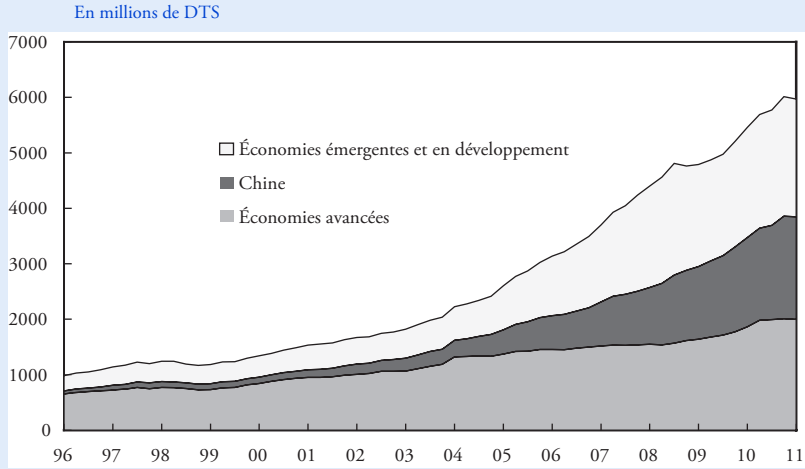

**Graphique 12b : Taux de change effectifs réels en Amérique latine**




*Source :* BRI.

Les entrées massives de capitaux ont aussi des effets néfastes sur l'économie. Elles peuvent aussi affaiblir l'action de la politique monétaire dès lors qu'elles ne sont pas absorbées intégralement par les mouvements de change. Ainsi, le resserrement monétaire mis en place par les banques centrales pour lutter contre l'inflation peut être annulé par l'accroissement des entrées de capitaux qui entraîne une poussée de la liquidité domestique. Une illustration de ces mouvements est fournie par l'évolution des réserves de change officielles détenues dans les banques centrales (graphique 13) au cours des dernières années. La crise financière internationale de 2009 s'est traduite par une moindre progression des réserves de change en Chine, détenteur de près d'un tiers des réserves, et une accélération dans les pays industrialisés. En revanche, les autres grandes régions émergentes, et notamment le Moyen Orient, ont enregistré un recul de leurs réserves entre le troisième trimestre 2008 et le troisième trimestre 2009. Un basculement s'est opéré par la suite, résultant de l'excès des entrées de capitaux dans ces régions au moins jusqu'à la fin de l'année 2010. La Thaïlande, Singapour, la Corée du Sud en Asie, le Brésil et le Mexique en Amérique latine ont été des bénéficiaires importants d'investissements étrangers.

**Graphique 13 : Réserves de change officielles mondiales**




* Pour le premier trimestre 2011, il s'agit du mois de janvier 2011.
*Source :* FMI.

Pour limiter l'impact des entrées de capitaux sur l'économie domestique, les autorités monétaires peuvent intervenir directement à la source en pénalisant les investissements les plus volatiles. Plusieurs pays ont ainsi introduit des taxes sur les opérations financières : en octobre 2010, la Thaïlande a élargi aux non-résidents détenteurs d'obligations une taxe de 15 % sur les flux d'intérêt et les plus-values en capital. En Corée du Sud et en Indonésie, une taxe est imposée sur les emprunts en devises des banques. La Malaisie quant à elle encourage les sorties de capitaux pour

stimuler les investisseurs *off-shore*. Au Brésil, la taxe sur les achats étrangers d'obligations, qui avait été introduite en 2009, est passée de 2 à 6 % en octobre 2010 et depuis le 8 janvier 2011, pour éviter des opérations de spéculation, les banques intervenant sur les marchés à terme doivent déposer à la banque centrale l'équivalent à 60 % de leurs positions vendeuses[7].

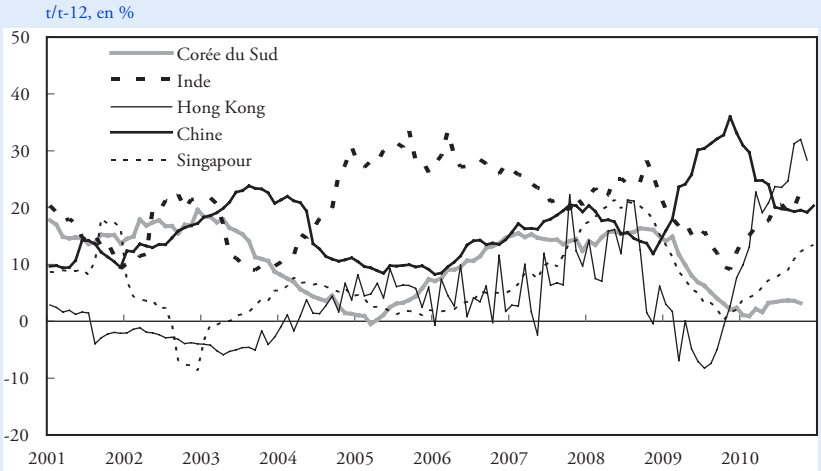
Les autorités monétaires peuvent chercher à neutraliser l'impact de l'accumulation de devises sur le marché monétaire domestique. Elles peuvent stériliser les opérations de change par des opérations d'*open market* en rachetant ou émettant des titres de dette afin de contrôler l'évolution de la masse monétaire. Cette méthode présente deux inconvénients majeurs. Elle peut s'avérer coûteuse si les rendements offerts sont supérieurs (et c'est souvent le cas) à ceux reçus sur les titres étrangers détenus. Par ailleurs, l'offre de titres domestiques peut s'avérer inadaptée face à un marché très peu liquide. Les autorités peuvent également choisir de réduire l'offre de monnaie proposée par les banques en encadrant le crédit ou en relevant les taux de réserves obligatoires des banques. Ainsi, en Chine, le taux de réserves obligatoires pour les grandes banques est passé de 15,5 % au début de l'année 2010 à 20 % fin mars 2011. Au Brésil, le taux sur les dépôts à terme est lui aussi passé de 15,5 % en décembre 2010 à 20 %. Le mouvement vient également de s'amorcer au Pérou et en Russie.

En période d'affluence de capitaux étrangers, ces politiques de stérilisation s'avèrent souvent insuffisantes pour freiner véritablement les nouveaux crédits distribués aux agents privés et stopper la surchauffe. Après la baisse de 2009, la reprise de la croissance s'est appuyée en grande partie sur le réamorçage du crédit. En Chine, les autorités ont du mal à faire respecter leurs quotas, notamment à cause de crédits consentis dans le cadre d'opérations hors bilan. C'est pourquoi en janvier 2011 a été instauré un nouveau mécanisme de calcul du ratio de réserves obligatoires. Ce ratio est désormais calculé individuellement pour chaque établissement en fonction des quantités de crédits alloués et des ratios d'adéquation du capital.

Le retour des capitaux étrangers, combiné à un environnement financier domestique très porteur, a stimulé le recours à l'endettement (graphiques 14a et 14b). À la fin de l'année 2010, les créances au secteur privé continuent d'augmenter encore fortement en Asie et en Amérique latine et selon le dernier rapport trimestriel de la BRI, la dette privée des entreprises non financières rapportée au PIB est proche des maximums atteints entre 1996 et 2010 au Brésil, Chili, Chine, Inde et Corée du Sud. En Thaïlande, Chine, Malaisie, Corée du Sud et Chili, la dette est supérieure à 100 % du PIB.

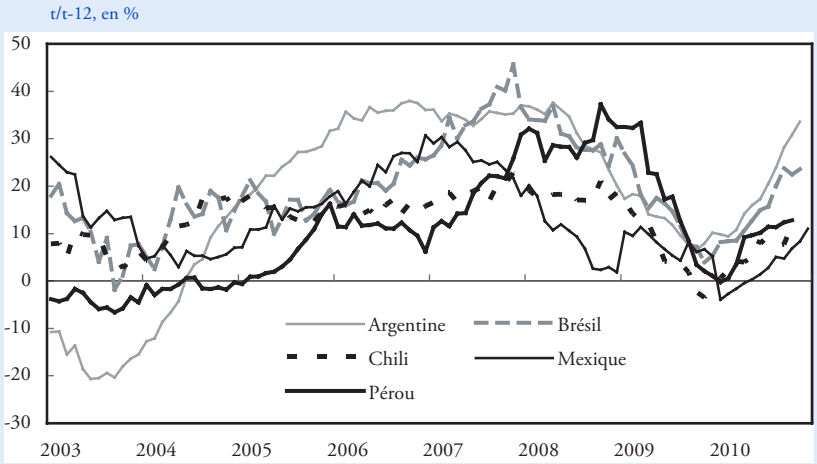
7. Pour davantage de détails sur les mesures de contrôle de capitaux décidées récemment, voir *Trésor-Éco*, Les flux de capitaux vers les pays émergents : enjeux et modes de régulation, n° 85, avril 2011.

**Graphique 14a : Créances au secteur privé en Asie**




* Pour la Chine, il s'agit des créances totales au secteur non financier (privé et public).

**Graphique 14b : Créances au secteur privé en Amérique latine**




*Source :* FMI.

En plus de financer la croissance, ces liquidités peuvent être à l'origine de nouvelles bulles sur certains marchés d'actifs ou donner lieu à des investissements non rentables. À terme, ceci peut être source d'instabilité en cas de retrait des capitaux. Or, une partie de ces capitaux est particulièrement volatile. En Chine, des mesures ont été prises pour limiter la spéculation dans l'immobilier résidentiel (restriction d'achat de biens immobiliers pour les non résidents des provinces concernées, hausse de l'apport initial nécessaire à l'achat d'un bien). De même, une grande partie des investissements réalisés dans le cadre du plan de relance est

considérée comme non rentable, les crédits sont renouvelés automatiquement pour éviter une crise de solvabilité des agences de financement des collectivités locales. Le risque de bulles sur les marchés boursiers se pose également dans certains pays d'Asie, d'Amérique latine (Brésil notamment) et dans les pays exportateurs de matières premières.

En définitive, la crise financière et économique s'est traduite par une divergence des trajectoires économiques des différentes zones. Un découplage, d'abord entre pays développés englués dans une crise qui n'a pas encore produit tous ses effets et pays émergents dont un grand nombre a retrouvé sa trajectoire de croissance antérieure. Une divergence, ensuite, au sein des pays émergents, entre les pays d'Asie (hors Chine) et d'Amérique latine qui ont tiré les leçons des crises passées en corrigeant leurs déséquilibres et les pays d'Europe de l'Est, qui ont subi de plein fouet les conséquences de leur exposition au risque lorsque les flux de financements mondiaux se sont taris.

Du côté de l'Europe de l'Est, la dynamique demeurera peu favorable en raison de la faible croissance de la demande intérieure. La correction des déséquilibres dans ces pays pèsera sur la croissance dans les prochaines années, en particulier *via* des politiques économiques restrictives. Ces pays demeurent par ailleurs extrêmement vulnérables aux variations du financement extérieur.

À l'inverse, à l'horizon de notre prévision, les pays d'Asie et d'Amérique latine devraient retrouver leur sentier de croissance antérieur à la crise, portés par un dynamisme intérieur qui ne se dément pas. Pour autant, la rapidité du redémarrage de ces zones s'accompagne de risques qui pourraient peser sur la croissance dans les années à venir. Un nombre croissant de pays est confronté à une surchauffe qui se traduit par une reprise très rapide de l'inflation. Des mouvements de resserrement monétaire ont donc été enclenchés, accélérant les entrées de capitaux – notamment à court terme – qui devront être contrôlées afin d'éviter une exposition trop importante au risque de dégradation de l'opinion des marchés.

Enfin, la zone asiatique sera probablement touchée par les conséquences du séisme japonais, *via* la baisse de la demande finale japonaise et par la rupture des chaînes d'approvisionnement. La Thaïlande sera parmi les pays les plus affectés car ses entreprises dépendent fortement de la production de composants japonais pour les secteurs de l'électronique, des moteurs de véhicules et des produits chimiques. À l'inverse, les pays spécialisés sur les segments touchés par le séisme japonais pourraient bénéficier d'un report de la demande.

## Zone Asie : résumé des prévisions de croissance

Variations par rapport à la période précédente, en %

| | Poids | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---|---|---|---|---|---|
| Corée du Sud | 6,8 | 0,2 | 6,1 | 4,6 | 4,6 |
| Asie Rapide | 20,3 | 0,2 | 8,0 | 4,9 | 5,2 |
| Taïwan | 3,9 | -2,2 | 10,9 | 4,5 | 5,0 |
| Hong Kong | 1,5 | -3,0 | 6,4 | 4,5 | 4,4 |
| Singapour | 0,9 | -0,9 | 14,5 | 5,1 | 4,0 |
| Thaïlande | 3,6 | -2,4 | 7,8 | 4,4 | 4,8 |
| Indonésie | 6,0 | 4,6 | 6,1 | 5,9 | 6,1 |
| Malaisie | 1,7 | -1,8 | 7,2 | 4,0 | 4,6 |
| Philippines | 2,6 | 1,0 | 7,3 | 5,0 | 5,0 |
| Chine | 48,5 | 9,2 | 10,3 | 9,2 | 9,2 |
| Inde | 24,4 | 6,8 | 10,4 | 8,6 | 8,3 |
| Asie hors Chine | 51,5 | 3,3 | 8,9 | 6,6 | 6,6 |
| Total | 100,0 | 6,2 | 9,6 | 7,9 | 7,8 |

*Sources :* Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE avril 2011.

## Amérique latine : résumé des prévisions de croissance

Variations par rapport à la période précédente, en %

| | Poids | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---|---|---|---|---|---|
| Argentine | 7,9 | 0,8 | 9,2 | 5,6 | 4,1 |
| Brésil | 38,4 | -0,7 | 7,5 | 4,2 | 4,9 |
| Chili | 5,2 | -1,5 | 5,1 | 6,8 | 5,1 |
| Mexique | 33,3 | -6,1 | 5,5 | 3,7 | 2,8 |
| Venezuela | 6,3 | -3,1 | -1,7 | 1,5 | 2,0 |
| Colombie | 5,4 | 1,5 | 4,3 | 2,8 | 3 |
| Pérou | 3,5 | 0,9 | 8,8 | 7,3 | 3,2 |
| Total | 100,0 | -2,3 | 6,2 | 4,2 | 3,8 |

*Sources :* Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE avril 2011.

## Ex-bloc de l'Est : résumé des prévisions de croissance

Variations par rapport à la période précédente, en %

| Croissance du PIB | Poids | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---|---|---|---|---|---|
| Nouveaux pays de l'UE | 34,4 | -3,4 | 2,0 | 2,6 | 3,1 |
| *Pologne* | *13,8* | *1,7* | *3,8* | *3,6* | *3,4* |
| *République tchèque* | *5,7* | *-4,1* | *2,2* | *2,0* | *2,8* |
| *Hongrie* | *4,9* | *-6,7* | *1,2* | *2,4* | *2,9* |
| *Pays baltes* | *2,2* | *-15,5* | *1,2* | *3,1* | *3,2* |
| Russie | 46,4 | -7,9 | 4,0 | 4,5 | 4,5 |
| Autres CEI * | 17,9 | -4,7 | 6,0 | 5,0 | 5,0 |
| Total | 100,0 | -5,8 | 3,6 | 3,9 | 4,1 |

* Communauté des États indépendants.
*Sources :* Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE avril 2011.