

PAYS ÉMERGENTS : FIN DE LA SURCHAUFFE

Département analyse et prévision¹

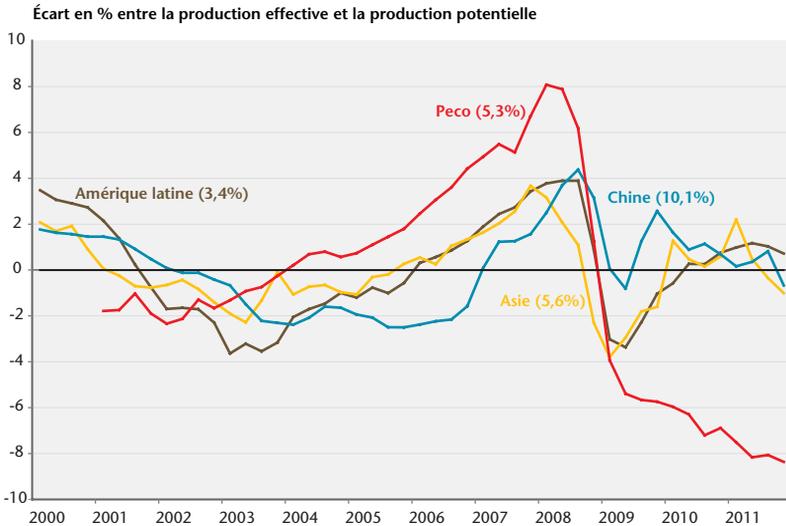
Le retournement du commerce international, la crise de confiance et les politiques monétaires restrictives mises en place en 2010 et 2011 ont eu raison de la vigueur de la croissance en Asie et en Amérique latine. Les écarts de production étaient refermés depuis plus d'un an et les signes de surchauffe inflationniste apparaissaient. Le ralentissement a donc permis d'éloigner ce risque. Le ralentissement des exportations a commencé à mordre sur l'investissement mais la demande intérieure a plutôt bien résisté. Dans l'hypothèse d'un atterrissage brutal de la croissance en 2012, des marges de manœuvre existent. Le ralentissement des pressions inflationnistes a déjà permis d'engager la détente monétaire ou de mettre fin à la hausse. Parallèlement, bénéficiant de situations budgétaires relativement saines, les pays d'Asie mettent en place des politiques de soutien à la croissance. En Amérique latine, la relance budgétaire n'est pas à l'ordre du jour, à l'exception du Brésil qui y a déjà recourue.

À l'inverse, le diagnostic est beaucoup plus sombre dans les pays d'Europe de l'Est. Le choc est d'autant plus difficile à absorber que leur dépendance commerciale et financière à l'égard de la zone euro est plus importante et que leur écart de production n'a cessé de se creuser depuis 2008. La demande intérieure demeure paralysée par l'insolvabilité de nombre d'agents privés endettés en devises, alors que chaque secousse produite par la crise de la dette conduit à de nouvelles dépréciations de change. La politique monétaire ne s'assouplira qu'à la marge. Dans un contexte de contrainte budgétaire extrêmement forte, les marges de manœuvre apparaissent donc faibles, et l'Europe de l'Est semble aujourd'hui condamnée à attendre le retour de la croissance à ses frontières.

1. Ont participé à cette étude : Marion Cochard, Amel Falah, Christine Riffart, Danielle Schweisguth.

Dans le sillage de la crise de la zone euro, l'année 2011 a marqué pour les économies émergentes la fin du rebond de croissance qui avait suivi la crise de 2008/2009. Ainsi, la croissance est revenue à 7,3 % en Asie, après 9,6 % en 2010. En Amérique latine, elle est à peine supérieure à 4 % alors qu'elle était à 6,2 % en 2010. Dans les pays d'Europe de l'Est, l'activité n'a jamais retrouvé le dynamisme d'avant-crise, et a à nouveau marqué le pas en fin d'année. La crise de la zone euro s'est d'abord transmise à l'économie mondiale et aux zones émergentes *via* le ralentissement du commerce mondial et la stagnation de la demande adressée à ces pays. Simultanément, la crise s'est accompagnée dans ces pays de perturbations affectant les flux de capitaux et les marchés des changes. Moins violente qu'en 2008-2009, la crise récente aurait ramené les économies émergentes d'Asie et d'Amérique latine vers leur trajectoire de long terme mais n'entraînerait pas un retournement brutal de leur trajectoire de croissance.

Graphique 1. Écart de production dans les zones émergentes



Note : Cycles calculés avec une tendance log-linéaire sur la période 2000-2010 (sauf Peco : 2001-2010), tendance indiquée entre parenthèses.

Sources : Données nationales, calculs OFCE.

Comme nous le développons, le diagnostic diffère largement selon les zones (graphique 1). En Asie et en Amérique latine, la dégradation est intervenue alors que les pays avaient refermé leurs écarts de production et qu'ils présentaient un risque grandissant de surchauffe. Le ralentissement économique a donc permis d'éloigner ce risque et a mis un frein aux entrées de capitaux, dont l'ampleur portait un risque d'instabilité économique et financière. Si le ralentissement du commerce mondial a commencé à mordre sur l'investissement dans certaines de ces économies, celles-ci ont finalement bien résisté au choc vécu par les pays développés. Le relais de la demande intérieure de même que les marges de manœuvre importantes de la politique économique plaident pour un découplage de la croissance mondiale à l'horizon de notre prévision.

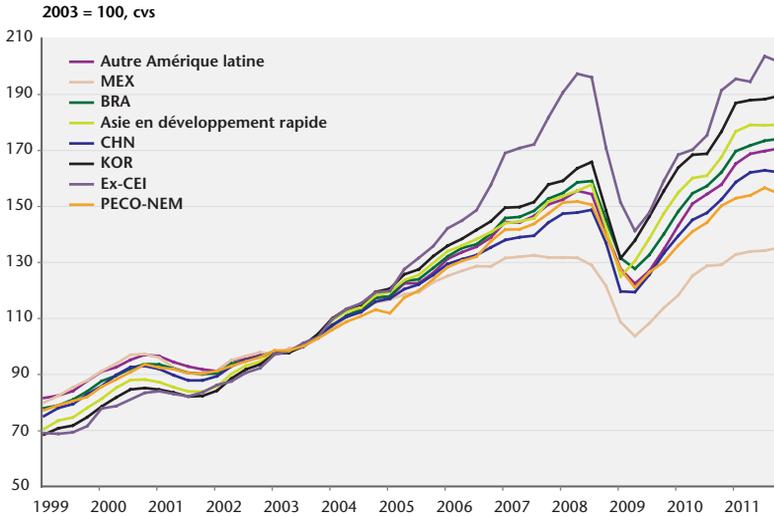
À l'inverse, le diagnostic est beaucoup plus sombre dans les pays d'Europe de l'Est. Leur dépendance à l'égard de la zone euro est beaucoup plus importante, et multiple. Déjà, l'impact de la crise de 2008-2009 y avait été beaucoup plus fort, et la reprise de 2010 timide. L'écart de production y était encore massif à l'aube de cette rechute. Le ralentissement de la demande adressée par les pays de la zone euro est donc d'autant plus difficile à absorber aujourd'hui. L'investissement, déjà atone, a rechuté. La demande intérieure demeure paralysée par l'insolvabilité de nombre d'agents privés endettés en devises, alors que chaque secousse produite par la crise de la dette conduit à de nouvelles dépréciations de change. Ces mêmes dépréciations de change entravent la politique monétaire qui ne s'assouplira qu'à la marge. Dans un contexte de contrainte budgétaire extrêmement forte, les marges de manœuvre des pays de la zone apparaissent bien plus faibles que dans les autres zones émergentes, et l'Europe de l'Est semble aujourd'hui condamnée à attendre le retour de la croissance à ses frontières.

1. Ralentissement de la demande adressée

L'atonie de la croissance mondiale se traduit par une stagnation de la demande adressée aux pays émergents (graphique 2). Après un rebond très dynamique en 2009 et 2010, la demande adressée a nettement ralenti au début de l'année 2011. La crise de la dette en

zone euro s'est propagée sur les marchés mondiaux du fait de la chute des importations européennes. Les zones émergentes sont plus ou moins touchées par cette stagnation de la demande externe.

Graphique 2. Évolution de la demande adressée aux pays émergents



Note : Voir la liste des abréviations de pays en fin de revue.

Sources : OCDE, FMI, calculs OFCE.

La demande adressée aux **pays d'Asie** a nettement ralenti en 2011, du fait de la dégradation de la conjoncture mondiale et de la catastrophe nucléaire de Fukushima en mars. Ainsi, les exportations en volume ont commencé à ralentir dès le deuxième trimestre 2011, et sont devenues négatives aux troisième et quatrième trimestres dans les pays d'Asie en développement rapide. Ce mouvement a été amplifié à l'automne 2011 par les violentes inondations qu'a connues la Thaïlande, où les exportations ont chuté de 15% au quatrième trimestre. La Chine a enregistré un fort déficit commercial en février 2012 pour la première fois depuis un an. Seule l'Inde continue d'afficher des taux de croissance assez dynamiques de ses exportations en biens et services. Globalement, l'Asie a perdu des parts de marché en 2011. En Chine, l'appréciation du taux de change depuis 2005 accompagnée d'une dynamique des salaires très rapide a sensiblement réduit la compétitivité-prix des exportations. Ces évolutions expliquent le retournement des parts de marché à l'exportation du

pays depuis début 2010. Suite à la dégradation des performances commerciales de la Chine, le gouvernement chinois a déclaré que le yuan était proche de son niveau d'équilibre. La vigueur des importations chinoises continue cependant de soutenir la demande adressée à l'Asie. Depuis septembre 2008, les exportations en valeur des pays émergents d'Asie (hors Chine) ont progressé de 15 % au total. Le dynamisme des exportations vers la Chine (+42 %) a permis de compenser la baisse des exportations vers la zone euro (-9 %) et la stagnation des exportations vers les États-Unis (+2 %). La Chine capte désormais près de 25 % des exportations de ces pays, soit l'équivalent de la zone euro (7,7 %), des États-Unis (9,5 %) et du Japon (7,6 %) réunis.

La demande adressée à l'**Amérique latine** s'est infléchie dès le deuxième trimestre 2011 mais contrairement aux autres régions, elle n'a pas baissé. Le rythme s'est maintenu autour de 0,5 % par trimestre pendant la deuxième moitié de l'année contre 2 % un an plus. Davantage diversifiée géographiquement que les autres régions émergentes, l'Amérique latine bénéficie de la situation des États-Unis et de l'Asie émergente relativement plus dynamique que celle de l'Europe ou du Japon. Entre le Mexique dont les exportations sont orientées à 75 % vers les États-Unis, et les autres pays de la région tournés en moyenne à hauteur de 20 % vers les États-Unis (surtout Venezuela, Equateur, Colombie), 20 % vers l'Asie en développement (Chili, Brésil, Pérou) et 29 % vers leurs voisins régionaux, les exportations n'ont pas trop mal résisté au retournement du commerce international. À l'exception de certains pays qui sont passés à travers ce mouvement tels que la Colombie, d'autres pays ont accusé un léger ralentissement de leurs ventes à l'étranger. Ainsi, le Brésil qui avait connu des rythmes exceptionnels de 3 % en moyenne sur chacun des trimestres de 2010, reste sur un rythme de 2 % au deuxième semestre 2011. Sur les mêmes périodes, le Chili est passé d'un rythme de 5,4 % à 2,1 %. De même pour l'Argentine. Enfin, le Pérou et surtout le Mexique observent un retournement marqué de leurs exportations. Confronté à la stagnation des importations des États-Unis aux deuxième et troisième trimestres 2011 avant de reprendre légèrement au dernier trimestre, le Mexique a vu ses exportations baisser puis se stabiliser sur la période. Cette contre-performance, au regard des autres pays, bénéficie pourtant d'un effet compétitivité-prix positif enregistré

au début de 2008 suite à la dépréciation du taux de change effectif réel du peso et qui a permis au pays de regagner des parts de marché à l'exportation sur les produits industriels. Dans les autres pays, à l'exception du Brésil et dans une moindre mesure de la Colombie et du Pérou, la tendance est la même : redressement des parts de marché permise par la dépréciation des taux de change effectif réel des monnaies depuis plusieurs années. Le Brésil par contre, souffre d'une perte de compétitivité-prix de ses produits industriels notamment du fait de la forte appréciation de sa monnaie qui inquiète de plus en plus les autorités du pays.

Parmi les émergents, les **pays d'Europe de l'Est** ont été les plus affectés par le ralentissement du commerce mondial, du fait de leur proximité avec la zone euro et leur forte dépendance au commerce extérieur. La demande adressée à la zone n'aura donc connu qu'une année de reprise, avant de ralentir à nouveau fortement au cours de l'année et de chuter fin 2011. Cet impact du ralentissement européen a été en partie atténué par l'effet de la crise de la dette européenne sur les taux de change de la zone. En effet, la fuite des capitaux vers la qualité a fait plonger les monnaies de la zone, considérées comme risquées, dès la mi-2008. Les taux de change effectifs réels ont dévissé de plus de 20 % dans la plupart des pays au second semestre 2008 puis se sont redressés en 2009, sans retrouver leurs niveaux d'avant-crise. Après dix ans d'appréciation continue de leurs monnaies, les pays de la zone ont donc connu une amélioration de leur compétitivité, avec une dépréciation de leur taux de change effectif réel sur l'ensemble de la période (-15 % pour la Roumanie, -6 % pour la Hongrie, -3 % pour la Pologne). Pourtant la progression des parts de marché enregistrée en 2010 (+2,8 %) s'est interrompue en 2011. Les exportations, après un redressement en 2010, ont chuté de 11 % en ex-URSS depuis le premier trimestre 2011 et 7 % dans les nouveaux pays membres. Ce ralentissement s'avère particulièrement inquiétant dans les pays plus ouverts, dépendants du commerce extérieur comme la République tchèque, la Bulgarie ou la Hongrie, où le retournement des exportations a fortement pesé sur l'investissement.

2. Comment résiste la demande intérieure ?

Le ralentissement de la demande mondiale affecte plus ou moins la demande intérieure des zones émergentes, selon leur degré d'ouverture, la taille de leur marché intérieur, la proximité avec la zone euro et la santé de leur système financiers.

En **Chine**, le ralentissement de la demande externe entraîne un tassement de la production industrielle (+12 % en mars 2012 en glissement annuel après 14,3 % un an plus tôt) et une baisse des profits des entreprises, mais il affecte peu la demande interne. L'investissement urbain, resté très dynamique jusqu'à la fin de l'année 2011 (+25 % en moyenne annuelle), semble cependant donner quelques signes de faiblesse en ce début d'année (+21 % en glissement annuel sur les trois premiers mois). Mais ce ralentissement est imputable au secteur tertiaire, dont les investissements sont réalisés par les entreprises d'État. On enregistre en particulier une baisse des investissements dans les infrastructures de transport (-7 % en glissement annuel sur les trois premiers mois de l'année), qui étaient au cœur des programmes phares du plan de relance de 2009. L'investissement dans le secteur manufacturier reste au contraire très dynamique (+25 % sur la même période), tiré par les capitaux privés domestiques et étrangers. L'investissement logement résiste plutôt bien (+27 %) malgré la baisse des prix de l'immobilier, qui est la conséquence d'une politique gouvernementale volontariste (mesures administratives d'encadrement du marché immobilier et introduction d'une taxe foncière). La consommation des ménages a soutenu la croissance en 2011 et devrait rester dynamique à moyen terme. Elle a bénéficié en 2011 de la revalorisation de 20 % en moyenne du salaire minimum dans de nombreuses villes, et les salaires devraient poursuivre leur progression à deux chiffres en 2012 du fait du mouvement d'urbanisation de la population et des pénuries de main-d'œuvre qui apparaissent dans les zones côtières. Les tensions inflationnistes, très vives au cours de l'année 2011, se sont apaisées en début d'année 2012. Elles étaient tirées par la composante alimentaire et par la hausse des prix immobiliers. Les hausses répétées du taux de réserves obligatoires, la fin des aléas climatiques et les mesures prises pour un meilleur approvisionnement des marchés agricoles ont permis la détente des prix, qui sont passés sous la cible des 4 %

en février 2012. La croissance chinoise ralentirait à 8,3 % en 2012 et 8,1 % en 2013, après 9,2 % en 2011 (tableau 1).

Les **pays de l'Asean-4** (Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande) ont très bien traversé la crise mondiale de 2008-2009 et continuent d'afficher des taux de croissance parmi les meilleurs du monde. Leur demande intérieure peut s'appuyer sur des systèmes bancaires globalement sains et une conduite prudente de leur politique économique. Les dettes publiques se sont partout stabilisées ou réduites à moins de 50 % du PIB et les balances courantes sont solidement excédentaires. En outre, ces pays disposent toujours de réserves de change importantes (autour de huit mois d'importations), ce qui leur permet de faire face à une crise de financement externe, d'autant plus que leur endettement extérieur est très limité. Dans ces quatre pays, les taux d'investissement ont connu une accélération au second semestre 2011, signe que les remous de l'économie mondiale n'affectent pas le moral des investisseurs. Seule la Thaïlande a souffert d'une forte chute de la consommation privée au quatrième trimestre 2011 (-4 %), conséquence directe des inondations qui ont dévasté le pays. Mais la demande intérieure devrait rebondir en 2012 en Thaïlande et se maintenir à un rythme dynamique dans les autres pays de la zone.

Tableau 1. Croissance du PIB dans les pays émergents d'Asie

En %

	Poids	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Corée du Sud	6,8	5,1	2,3	0,3	6,2	3,6	3,9	4,1
Asie rapide	20,3	6,2	3,8	0,4	8,0	4,2	4,4	5,1
<i>Taiwan</i>	3,9	5,7	1,7	-1,8	10,7	4,0	3,0	4,5
<i>Hong Kong</i>	1,5	6,3	2,3	-2,6	7,0	5,0	3,5	4,6
<i>Singapour</i>	0,9	8,9	1,8	-1,1	14,8	4,9	3,0	5,1
<i>Indonésie</i>	6,0	6,3	6,0	4,6	6,1	6,6	5,9	6,2
<i>Thaïlande</i>	3,6	5,0	2,5	-2,3	7,8	0,1	4,5	4,5
<i>Philippines</i>	2,6	7,0	4,8	1,1	7,7	3,7	4,0	4,7
<i>Malaisie</i>	1,7	6,5	4,8	-1,6	7,2	5,1	3,9	4,5
Chine	48,5	14,2	9,6	9,2	10,3	9,2	8,3	8,1
Inde	24,4	10,1	6,2	5,7	10,3	7,3	7,5	7,9
Asie hors Chine	51,5	7,9	4,8	2,9	8,9	5,6	5,8	6,3
Total	100,0	10,9	7,1	6,0	9,6	7,3	7,0	7,2

Sources : Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE mars 2012.

Parmi les **nouveaux pays industrialisés**, la Corée, Taiwan et Singapour ont vu leur taux d'investissement se retourner au cours de l'année 2011. Le ralentissement du commerce extérieur est visible, mais il est freiné par la vigueur de la demande chinoise, qui est restée très dynamique. La consommation des ménages ralentit à Singapour et en Corée. Hong-Kong est un cas à part. Le commerce extérieur a chuté sur les trois derniers trimestres de 2011, mais le taux d'investissement est en nette progression du fait des achats de logement. La bulle immobilière soutient à la fois l'investissement résidentiel et la consommation des ménages, qui reste très dynamique.

Malgré la dégradation de l'environnement international, la croissance est restée encore soutenue en **Amérique latine** en 2011, tirée par une demande intérieure qui résiste bien au resserrement monétaire mis en place fin 2010-début 2012 (tableau 2). La croissance atteint 4,2 % en moyenne sur 2011 (avec des performances allant de 8,9 % en Argentine à 2,7 % au Brésil), après 6,2 % en 2010, année de rattrapage. Le ralentissement s'est amorcé dès le début de l'année au Brésil (sur un an, le PIB a progressé de 1,4 % à la fin de l'année contre 5,4 % fin 2010), puis s'est généralisé progressivement à l'ensemble de la région. Certains pays tels que la Colombie, le Chili et le Pérou n'avaient pas encore été affectés à la fin de l'année dernière. Certes, le ralentissement des exportations a pesé sur la vigueur de la croissance mais l'impact a été plus modéré que dans les autres régions émergentes d'Asie ou d'Europe de l'Est du fait d'un degré d'ouverture de ces économies plus faible. La part des exportations dans le PIB ne compte que pour un quart du PIB en Amérique latine (46 % au Chili et en Equateur, 33 % au Mexique et 63 % au Venezuela mais seulement 18 % au Brésil) contre la moitié en Asie et dans les PECO. De plus, plus de la moitié des exportations de la région étant constituée de produits primaires (pour 14 % en moyenne en Asie émergente), l'Amérique latine bénéficie du cours élevé sur les marchés mondiaux pour atténuer le prélèvement du commerce extérieur sur la richesse nationale.

Dans ce contexte et dans certains pays, la demande intérieure a commencé à réagir au durcissement des politiques monétaires de 2010 et 2011 destiné à freiner les tensions inflationnistes qui s'installaient dans l'économie. L'investissement des entreprises s'est dégradé dans le courant du deuxième semestre 2011 et le taux

d'investissement a baissé en Argentine, au Brésil, au Pérou et au Mexique. Il demeure cependant à des niveaux historiquement élevés au regard du passé (plus de 30 % au Pérou). Au Chili et en Colombie, il continue de progresser encore rapidement pour atteindre 27 % du PIB dans chacun des pays fin 2011. La consommation des ménages est restée vigoureuse dans tous les pays, à l'exception du Brésil et du Mexique (affecté par le ralentissement des transferts de fonds en provenance des Etats-Unis (les *remesas*)) où elle ralentit depuis le premier et quatrième trimestres 2011. Globalement, le marché du travail reste extrêmement ferme, ce qui alimente des tensions sur les salaires. Le retournement commence à apparaître en fin d'année dans certains pays comme au Brésil où le taux de chômage, qui a atteint un point historiquement bas à 4,7 % en décembre dernier, a progressé jusqu'à 6 % en mars 2012.

Néanmoins, le ralentissement conjoncturel de l'Amérique latine se confirme au fil des mois et touche les pays qui avaient été épargnés jusqu'alors. La production industrielle baisse en Argentine depuis décembre 2011 et ralentit sensiblement en Colombie et au Pérou.

Tableau 2. Croissance du PIB dans les pays émergents d'Amérique latine

En %

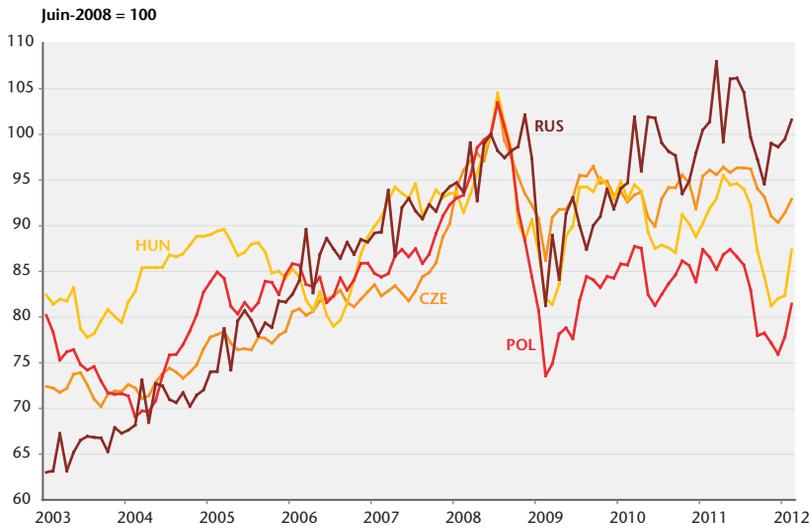
	Poids	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Brésil	36,6	6,1	5,2	-0,3	7,6	2,7	1,9	3,1
Mexique	35,3	3,2	1,2	-6,3	5,5	4,0	3,3	3,2
Argentine	7,6	8,7	6,8	0,9	9,2	8,9	4,2	4,1
Colombie	6,1	6,9	3,5	1,7	4,0	5,9	4,8	4,7
Vénézuéla	6,0	8,2	4,9	-3,1	-1,8	4,2	3,4	4,1
Chili	5,1	5,2	3,0	-0,9	6,1	5,9	4,7	4,5
Pérou	3,3	8,9	9,8	0,9	8,8	6,9	4,8	4,9
Total	100	5,5	3,9	-2,3	6,2	4,2	3,1	3,5

Sources : Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE mars 2012.

Les pays d'Europe de l'Est cumulent nombre de handicaps qui empêchent la reprise de la demande intérieure (tableau 3). Les programmes de restriction budgétaire (hausses de TVA dans tous les pays, baisse des dépenses publiques, hausses d'impôts, ...) pèsent sur les ressources des ménages et, de plus, le taux de chômage augmente dans tous les pays. Par ailleurs, ces pays conser-

vent un endettement privé très important en devises étrangères. Or, l'appréciation tendancielle des taux de change des pays de l'Est (graphique 3) s'est interrompue avec la crise. Ceux-ci se sont retournés brutalement à l'automne 2008, plongeant nombre de ces pays dans une crise bancaire du fait de leur fort endettement en devises. Si les fortes dépréciations de 2008 ont été suivies d'une correction importante, la plupart des pays n'ont tout de même pas retrouvé leurs taux de change initiaux. En outre, le regain de tensions enregistré depuis la mi-2011 s'est traduit par de nouveaux mouvements de dépréciation au cours des derniers mois. En février 2012, la dépréciation des monnaies des nouveaux pays membres depuis la mi-2008 s'échelonnait de 10 % pour la République tchèque à 20 % pour la Pologne. La solvabilité des ménages et des entreprises se trouve donc affaiblie dans la plupart des pays, et le taux de prêts non-performants explose en Hongrie, Roumanie et Bulgarie, pesant sur le système bancaire. Il existe donc bien peu de relais de financement de la demande intérieure aujourd'hui dans la plupart des pays de l'Est.

Graphique 3. Taux de change effectifs réels dans les pays de l'Est



Source : BRI.

Parmi les **nouveaux pays membres**, la Pologne et les pays baltes se distinguent cependant des autres pays. D'abord, ces pays sont moins ouverts au commerce extérieur. Ensuite, ils disposent de

relais du côté de la demande intérieure. Les pays baltes, dont l'*output gap* a été fortement dégradé par une crise qui a grevé leur PIB de plus 20 %, bénéficient d'une croissance spontanée dynamique, même si l'activité reste bien inférieure à son niveau précédent la crise. La Pologne, de son côté, est le seul pays à n'avoir pas connu de récession au sens technique du terme : son exposition au commerce extérieur reste mesurée (avec un taux d'ouverture à moins de 40 %, contre 70 % pour la Hongrie et la République tchèque) et la demande intérieure robuste. Cette dernière est essentiellement tirée par un investissement dynamique alors que la consommation des ménages reste timide, en partie à cause d'un taux de chômage très élevé.

Tableau 3. Croissance du PIB dans les pays émergents d'Europe de l'Est

En %

	Poids	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Nouveaux pays de la zone euro	34,4	5,7	5,1	-3,6	2,0	3,1	1,3	2,1
<i>Pologne</i>	13,8	6,8	5,1	1,6	3,9	4,3	2,4	2,8
<i>République tchèque</i>	5,7	5,7	2,9	-4,5	2,6	1,7	0,2	1,7
<i>Hongrie</i>	4,9	0,1	0,7	-6,6	1,2	1,5	-0,6	0,8
<i>Pays baltes</i>	2,2	9,2	-0,5	-15,6	1,1	6,0	2,1	3,3
Russie	46,4	8,5	5,2	-7,8	4,0	4,3	3,5	3,8
Autres CEI	17,9	9,3	5,1	-4,6	6,0	5,9	3,7	4,2
Total	100	7,6	5,1	-5,7	3,6	4,1	2,7	3,3

Sources : Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE mars 2012.

La **Russie**, quant à elle, continue à bénéficier de la manne pétrolière qui se maintient grâce à la hausse du prix du pétrole. Par ailleurs, la période électorale et les difficultés rencontrées par Vladimir Poutine ont conduit à une surenchère de promesses (hausse des salaires des fonctionnaires, des pensions de retraite et des dépenses publiques). La demande intérieure demeure dynamique, même si une part importante de l'activité générée se traduit par le retour de la dette russe et un déficit courant toujours plus dégradé. Par ailleurs, le dynamisme de la consommation augmente encore les importations, et la contribution du commerce extérieure à la croissance reste négative. Si l'économie russe maintient son dynamisme à l'horizon de notre prévision, elle devra cependant faire face à d'importants défis à moyen terme. D'abord, la produc-

tion de pétrole plafonne en raison d'un manque d'investissement en infrastructures qui retarde l'accès à certains gisements. Ensuite, l'importance de la rente pétrolière constitue un frein à la diversification de l'économie et – syndrome hollandais oblige – n'incite pas le gouvernement à s'attaquer sérieusement au problème de compétitivité qui plombe l'industrie russe. Les parts de marché, en volume, continueraient donc à se dégrader.

3. Quelles politiques économiques pour soutenir la croissance ?

Dans l'ensemble, les pays émergents d'Asie et d'Amérique latine disposent de marges de manœuvre suffisantes pour prévenir un atterrissage brutal de leurs économies. Sur le plan de la politique monétaire, le ralentissement des pressions inflationnistes a permis d'engager un cycle de baisse des taux d'intérêt (Chine, Indonésie, Philippines, Thaïlande, Brésil) ou de mettre fin à la hausse (Inde, Corée, Malaisie, Taiwan, Argentine, Mexique, Pérou, Venezuela). Seules l'Inde et la Colombie ont vu leurs taux d'intérêt augmenter depuis la mi-2011 (tableau 4). Ce mouvement d'assouplissement des politiques monétaires pourrait être prolongé dans la plupart des pays si les perspectives de croissance se dégradaient. Parallèlement, bénéficiant de situations budgétaires relativement saines, les pays d'Asie mettent en place des politiques de soutien à la croissance *via* l'investissement public ou les dépenses sociales. Seule la Malaisie prévoit une politique budgétaire restrictive. En Amérique latine, la relance budgétaire n'est pas à l'ordre du jour, à l'exception du Brésil. La situation est toute autre dans les nouveaux pays membres de l'Union européenne. La politique monétaire est contrainte par la volatilité des taux de change, tandis que les objectifs de réduction des déficits publics condamnent la zone à une cure d'austérité budgétaire jusqu'en 2014.

En **Chine**, le *policy mix* devrait être plutôt expansionniste au cours des années 2012 et 2013. Les autorités s'inquiètent du ralentissement de la croissance et ont annoncé leur volonté de réagir avec un « réglage fin » de la politique économique. La Banque centrale de Chine a déjà procédé à trois baisses du taux de réserves obligatoires, mouvement qui pourrait se poursuivre si le ralentissement de l'inflation se confirmait. Cette détente de la politique

monétaire s'accompagne de mesures ciblées envers les secteurs les plus vulnérables (comme des aides aux PME). Le retournement du marché immobilier devrait se poursuivre en 2012, car la baisse des prix est souhaitée par les autorités. Cependant, l'impact négatif sur le secteur de la construction devrait être partiellement contrebalancé par la montée en puissance du gigantesque programme de construction de logements sociaux qui prévoit 36 millions de logement à l'horizon 2015.

En **Corée du Sud**, la politique économique de 2012 (année électorale) sera axée sur un dynamisme des dépenses domestiques afin d'éviter une importante dépendance aux exportations et à l'économie internationale. Le ministère des Finances attribuera 60 % de son enveloppe budgétaire sur les six premiers mois de l'année afin de stimuler les dépenses publiques et donc la demande locale. La Banque centrale devrait trouver un équilibre entre stimulation de l'économie et maintien de la stabilité des prix. Le budget 2012 voté en décembre prévoit une augmentation des dépenses sociales de plus de 7 %. Malgré le ralentissement de l'économie en **Inde**, les pressions inflationnistes ne faiblissent pas. L'objectif qui avait été de ramener le déficit budgétaire à 4,6 % du PIB sur l'année fiscale 2011/2012 ne sera vraisemblablement pas atteint. Confrontée à une raréfaction de la liquidité au sein du système financier, la Banque centrale a étendu son programme de rachat d'actifs de 150 milliards de roupies (2,3 milliards d'euros), et ceci malgré les baisses du ratio des réserves obligatoires depuis octobre 2011. En **Malaisie**, la dette publique a fortement augmenté (57,9 % PIB en 2011) ; pour faire face le gouvernement va mettre en place un programme de révision progressive des subventions afin de réduire les dépenses. La croissance économique à **Singapour** s'est beaucoup détériorée en 2011. Une nouvelle taxe sur l'achat des biens immobiliers a été mise en place par le gouvernement afin de faire face à la hausse des prix dans ce secteur et de juguler la demande. Ayant dégagé un surplus budgétaire en 2010 et 2011, le gouvernement est en mesure de mener une politique fiscale incitative et de relâcher sa politique monétaire. Les points forts du budget prévisionnel 2012 du gouvernement de Singapour sont l'engagement à réduire la dépendance du pays envers la main-d'œuvre étrangère et une plus grande assistance aux personnes à faibles revenus. **L'économie taïwanaise** très exposée à l'instabilité des

marchés financiers mondiaux a dû resserrer sa politique monétaire en 2010 et 2011. Elle devrait être assouplie et des incitations fiscales sont mises en place pour compenser la baisse des exportations.

Tableau 4. Inflation et politique monétaire

	Inflation (dernier point), en %	Cible d'inflation, en %	Taux d'intérêt, directeur en points (variation depuis juillet 2011)	Régime de change
Asie				
<i>CHN</i>	3,5 (mars)	—	-1 (RRR*)	Ancrage au dollar avec appréciation contrôlée
<i>KOR</i>	2,5 (avril)	3 % (+/- 1)	0	flottant
<i>HKG</i>	4,8 (mars)	—	0	<i>Currency board</i> (dollar)
<i>IND</i>	8,7 (mars)	—	+1	flottant
<i>IDN</i>	4,5 (avril)	4,5 % (+/- 1)	-1	Objectif de stabilité du taux de change
<i>MYS</i>	2,1 (mars)	—	0	flottant
<i>PHL</i>	2,8 (avril)	4 % (+/- 1)	-0,5	flottant
<i>SGP</i>	4,9 (mars)	—	0	Stabilité du taux de change effectif à l'inté- rieur d'une bande de fluc- tuations
<i>TWN</i>	0,6 (mars)	—	0	Fluctuations contrôlées
<i>THA</i>	2,8 (avril)	0,5-3,0 % (sous-jacent)	-0,15	flottant
Amérique latine				
<i>ARG</i>	9,8 (mars)	—	0	Flottement géré
<i>BRA</i>	5,1 (mars)	4,5 % (+/- 2)	-3.5	flottant
<i>CHL</i>	3,7 (mars)	3 % (+/- 1)	-0.5	flottant
<i>COL</i>	3,4 (mars)	3 % (+/- 1)	+1	flottant
<i>MEX</i>	3,7 (mars)	3 % (+/- 1)	0	flottant
<i>PER</i>	4,2 (mars)	2 % (+/- 1)	0	flottant
<i>VEN</i>	24,2 (mars)	—	0	Ancrage au dollar avec maxi dévaluations
Europe de l'Est				
<i>BGR</i>	1,7 (mars)	—	<i>Cf.</i> BCE	<i>Currency board</i> (euro)
<i>HUN</i>	5,5 (mars)	3 % (+/- 1)	+1	Ancrage à l'euro avec marge de fluctuations
<i>LVA</i>	3,2 (mars)	—	<i>Cf.</i> BCE	Ancrage au dollar
<i>LTU</i>	3,7 (mars)	—	<i>Cf.</i> BCE	<i>Currency board</i> (euro)
<i>POL</i>	4,0 (mars)	2,5 % (+/- 1)	0	flottant
<i>CZE</i>	3,8 (mars)	2 % (+/- 1)	0	Fluctuations contrôlées
<i>ROM</i>	2,4 (mars)	3 % (+/- 1)	-1	Fluctuations contrôlées
<i>RUS</i>	3,7 (avril)	5-7 %	-0,25	Fluctuations contrôlées

Voir la liste des abréviations de pays en fin de revue.

RRR : Ratio de réserves obligatoires (*Reserve Requirement Ratio*).

Source : Banques centrales nationales.

À l'automne 2011, la **Thaïlande** a connu les pires inondations-depuis un demi-siècle. Cette catastrophe a détruit une partie du tissu industriel freinant la croissance. Cette dernière devrait rebondir en 2012 à 4,5 % (contre 0,1 % en 2011) grâce à un effort de construction. De plus, des mesures ont été prises pour relancer la croissance, notamment par une hausse des salaires minimum, l'achat de riz auprès des cultivateurs à un prix supérieur au marché, un crédit préférentiel pour les fermiers et l'amélioration de la qualité des soins gratuits dans les provinces.

En Amérique latine, les tensions inflationnistes, liées essentiellement à la vigueur de la demande intérieure et renforcées par l'abondante liquidité générée par les afflux de capitaux, sont encore vives mais progressivement le ralentissement de la croissance permet une décélération de l'inflation. Au Brésil, l'inflation avait passé la barre des 7,3 % en septembre 2011 (pour une cible à 4,5 % +/- 2 points) mais atteint 5,3 % en mars. Les tensions inflationnistes se détendent mais les perspectives d'inflation restent encore relativement élevées (autour de 5,3 %). En Bolivie et au Paraguay, l'inflation a diminué de 5 points en un peu plus de 6 mois. Néanmoins de nombreux pays ayant adopté une cible d'inflation, elle reste dans le haut de la fourchette autorisée. Dès lors, à l'exception du Brésil qui a entamé un relâchement sensible de sa politique monétaire depuis l'été dernier et du Chili (dont le geste est plus symbolique) et sauf un ralentissement nettement plus prononcé de leur croissance, les autres pays devraient rester dans l'attentisme et maintenir des politiques monétaires relativement restrictives. Seul, le cycle de hausse des taux d'intérêt en Colombie devrait se poursuivre.

Simultanément et compte tenu de la faiblesse de sa croissance, le **Brésil** a mis en place au début de l'année 2012 un nouveau programme de soutien à l'économie ayant pour objectif de doper la croissance à 4,5 % en 2012. L'objectif est ambitieux. Ainsi, pour protéger une industrie frappée par la forte appréciation du real depuis plusieurs années, des allègements de charges sociales ont été décidés dans certains secteurs de l'économie (automobiles, textile, chaussures, ...). Simultanément, un budget de 25 milliards de dollars a été alloué à la Banque nationale de développement pour favoriser l'investissement en infrastructures et développer des grands projets. Enfin, après des interventions massives par la

Banque centrale sur le marché des changes, des mesures ont été prises pour freiner les entrées de capitaux, notamment spéculatifs. Le 1^{er} mars 2012, l'impôt sur les opérations financières a été élargi aux emprunts d'une durée maximale de 2 ans. Le 17 mars, elle a été étendue à l'ensemble des emprunts d'une durée inférieure à 3 ans.

Dans les pays **d'Europe de l'Est**, la politique macroéconomique apparaît extrêmement contrainte. En matière de politique monétaire, d'abord, les marges de manœuvre semblent réduites. À l'inverse des autres pays émergents, le risque de surchauffe est écarté, compte tenu de leur situation économique très dégradée. L'écart de production a continué à se creuser après la forte récession de 2008/2009, montrant les limites d'un modèle de croissance basé sur la hausse du prix des actifs et l'endettement extérieur public comme privé. Aujourd'hui, ces pays sont encore dans une situation de surcapacité de production (taux de chômage élevé, production industrielle toujours en berne, écart de production très dégradé), qui pousse les prix à la baisse. L'inflation décélère dans la plupart des pays depuis mi-2011, avec le retournement conjoncturel. Le taux d'inflation se situe autour de 2 % en Roumanie et Bulgarie. Il accélère en République tchèque et en Hongrie du fait d'une nouvelle hausse de la TVA, mais quasiment tous les pays de la zone ont une inflation inférieure à 5% depuis fin 2011. Mais si le risque inflationniste est aujourd'hui écarté, c'est la volatilité des taux de change qui constitue en Europe de l'Est un frein à l'assouplissement monétaire souhaitable dans ce contexte économique dégradé. La reprise des dépréciations des monnaies de la zone fin 2011 a placé les autorités économiques dans une position attentiste et a contraint la Banque centrale hongroise à remonter son taux directeur à deux reprises en décembre 2011 et janvier 2012.

Début 2012, la volatilité des taux de change semble s'être atténuée et les **nouveaux pays membres de l'Union européenne** devraient connaître un assouplissement mesuré de la politique monétaire à l'horizon de la prévision. Ce mouvement, amorcé par la Roumanie, serait suivi par la Hongrie en 2012. Sauf aggravation de la situation économique, la Pologne et la République tchèque ne leur emboîteraient pas le pas avant 2013. Car le mouvement désinflationniste dans cette zone se trouve masqué par les hausses de TVA enregistrées en 2011 dans tous les pays de la zone et celles prévues en 2012 en Bulgarie et en République tchèque.

Sur le plan budgétaire, les nouveaux pays membres sont confrontés à des problèmes différents des autres pays émergents, contraints qu'ils sont depuis 2011 de suivre l'exemple de leurs voisins européens. Malgré des ratios d'endettement et de déficit globalement inférieurs à ceux des pays de la zone euro (tableau 5), tous ces pays ont mis en place des plans d'austérité drastiques, qui ont coûté 1,3 point de croissance en 2011 et pèseraient encore à hauteur de 1,7 point de PIB en 2012. Avec une hausse des dettes publiques de près de 20 points de PIB depuis le début de la crise, les pays de la zone ont subi de plein fouet la défiance sur le marché des dettes souveraines et les difficultés de financement rencontrées les contraindront à d'importants efforts budgétaires à l'horizon 2014 (tableau 5). Ces efforts budgétaires passeront par des hausses d'impôts multiples (hausses de TVA dans les pays où il reste des marges de manœuvre en la matière, hausses de cotisations sociales, etc.) et de baisses de dépenses (baisses des salaires dans la fonction publique, des pré-retraites et des dépenses sociales, ...).

Tableau 5. Finances publiques dans les nouveaux pays membres

En % du PIB

	Dettes 2010	Déficit 2010	Déficit estimé 2011	Objectif de déficit 2014
Pologne	54,9	-7,8	-5,1	-2,0
République tchèque	37,6	-4,8	-4,1	-1,9
Hongrie	81,3	-4,2	-3,7	-1,5
Roumanie	31,0	-6,9	-4,7	-2,1
Bulgarie	16,3	-3,1	-2,4	-0,6
Lituanie	38,0	-7,0	-5,0	-2,1
Lettonie	44,7	-8,3	-4,5	-1,9
Total	—	-6,3	-4,6	-1,9

Source : Commission européenne.

De telles réductions de déficits apparaissent toutefois difficiles à atteindre sans croissance : l'économie informelle y est beaucoup plus développée, et les dépenses sociales moins élevées. Les pays bénéficiant de lignes de crédit auprès de la troïka (UE, FMI, Banque mondiale), comme la Hongrie ou la Roumanie, subissent aujourd'hui de fortes pressions internationales pour renforcer leurs

plans d'austérité. La Hongrie vient ainsi de voir ses lignes de crédits gelées si elle ne renforçait pas le plan annoncé pour les années à venir. Les pays les plus touchés par cette rigueur seront la Roumanie et la Hongrie, dont le déficit est limité (moins de 4% attendus en 2011) mais la dette (81,3 % du PIB) non soutenable aux conditions de crédit de marché actuelles.

En **Russie**, la Banque centrale réoriente sa politique monétaire d'un objectif de taux de change vers un objectif d'inflation, avec un plafond à 5%. Du fait d'une demande intérieure qui reste dynamique, tirée par les revenus pétroliers, les tensions inflationnistes resteraient vives en 2010 et la politique monétaire ne devrait pas se détendre dans les mois à venir. Riche de sa manne pétrolière, l'économie russe bénéficiera d'une forte relance budgétaire à l'approche des élections (hausse des salaires des fonctionnaires, des pensions de retraite, des dépenses publiques...).

