



Les pays émergents en proie au fléau des taux d'intérêt

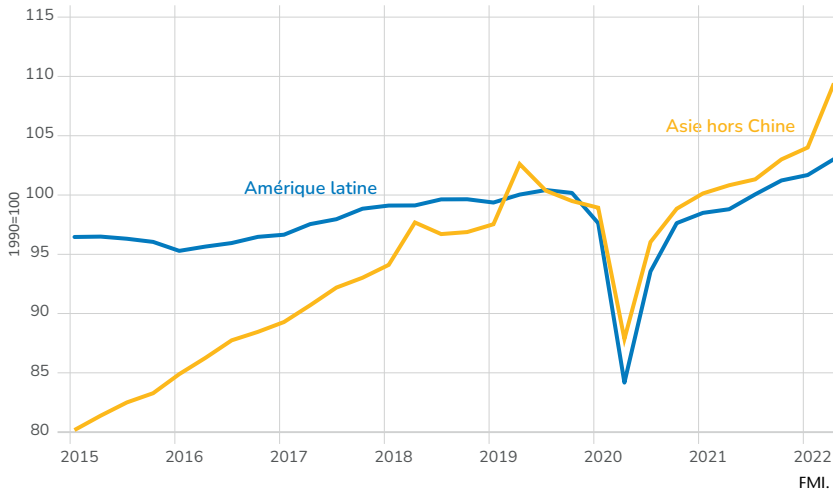
Durement frappés mais moins confinés (sauf la Chine) que le reste du monde par la pandémie en 2020-2021, les pays émergents d'Asie et d'Amérique latine avaient vu leur PIB baisser globalement moins que les pays développés (-2,5 % pour l'ensemble des économies émergentes contre -4,6 % pour les pays industriels), et notamment que l'Union européenne (-7,2 %). L'impact de la crise avait été très différent selon les régions puisque l'Asie hors Chine et l'Amérique latine connaissaient respectivement un recul de 4,6 % et 7 % de leur PIB. En 2021, le contrôle de la propagation du virus, notamment par les campagnes de vaccination, avait permis le relâchement progressif des contraintes sanitaires et le rebond des économies sur fond d'accélération du commerce international mais aussi de l'inflation. À la fin de l'année dernière, la plupart des pays avait retrouvé leur niveau d'activité pré-Covid et le dynamisme du premier semestre 2022 les ramenait progressivement vers leur trajectoire antérieure. Pourtant, si la croissance est restée encore rapide au premier semestre en Asie hors Chine et en Amérique latine, les perspectives sont mauvaises. La baisse du PIB américain, le fort ralentissement en Europe, la baisse de 2,6 % du PIB chinois au deuxième trimestre, combinés désormais au durcissement de la politique monétaire aux États-Unis vont mettre un nouveau coup d'arrêt à la croissance de ces économies particulièrement dépendantes de l'extérieur, au risque de créer des crises de surendettement pour les plus fragiles. Les pays exportateurs de matières premières devraient bénéficier d'un transfert de richesse en leur faveur mais l'instabilité financière devrait dominer dans ces deux régions et fragiliser les plus dépendants des marchés des capitaux.

Comme partout, la reprise ... l'inflation

La croissance est restée rapide en Asie hors Chine jusqu'au premier semestre 2022. Permis par la levée des contraintes sanitaires et l'assouplissement des tensions dans les chaînes d'approvisionnement, le rebond s'est étalé selon les pays jusqu'au début de l'année 2022, notamment en Inde, Indonésie et en Malaisie. Quelque pays (Taiwan, Singapour et surtout Hong Kong) affichent malgré tout un fléchissement en début d'année. Mais à l'exception de la Thaïlande et de Hong-Kong, tous les pays de la région avaient retrouvé leur niveau d'activité

pré-Covid à la fin 2021. En Amérique latine aussi, à l'exception du Mexique, la croissance a été relativement soutenue en 2021 et au-delà. Au premier semestre, si le Pérou et le Chili ont décroché, d'autres continuent leur rattrapage. Ainsi, entre fin 2021 et mi 2022, le PIB a augmenté de 2,4 % au Brésil, 2,1 % au Mexique, 2,2 % en Argentine et 2,9 % en Colombie (graphique 23).

Graphique 23. PIB d'Asie (hors Chine) et d'Amérique latine



Toutefois, après la crise de la Covid et la reprise de l'inflation en 2021 qui avait conduit déjà certains pays à relever leur taux d'intérêt, les économies émergentes font face depuis le printemps de l'année 2022 à un durcissement de l'accès aux marchés de capitaux internationaux. La hausse des taux directeurs de la Réserve fédérale, puis des autres grandes banques centrales pour lutter contre le nouveau choc inflationniste déclenché par la guerre en Ukraine vient frapper de plein fouet les pays émergents. Confrontés à la fois au retournement du commerce international, conduit notamment par le net ralentissement chinois et américain, et à une envolée du prix des matières premières alimentaires, industriels et de l'énergie (dont ils bénéficient mais qui nourrit l'inflation domestique), et désormais au risque de fuite des capitaux vers des marchés plus sains et plus lucratifs (*flight to quality*), les pays émergents doivent arbitrer entre soutenir leur économie ou bien renforcer leur crédibilité et tenter d'ancrer les anticipations des prix et du taux de change par un durcissement de leur politique monétaire. Si le transfert de richesse entre pays bénéficie principalement aux pays

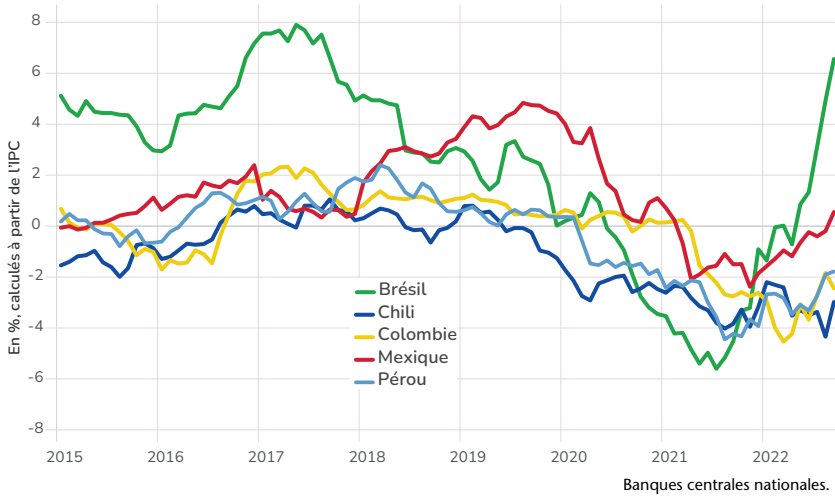
exportateurs de matières premières (notamment d'Amérique latine, d'Indonésie, de Malaisie), l'impact inflationniste de la hausse des cours des produits alimentaires et industriels pourrait dominer faute de redistribution.

Historiquement plus élevée en Amérique latine, l'inflation a accéléré d'abord en Amérique latine puis en Asie. Et si elle a commencé à refluer au Brésil, elle continue d'augmenter dans les autres pays à des niveaux jamais observés depuis le début des années 2000 en Amérique latine, et depuis la grande crise de 2008 pour l'Asie. Mais surtout à l'époque, si la crise financière centrée sur les grands pays industrialisés s'était traduite par une chute du commerce international, la politique monétaire d'alors avait été particulièrement accommodante. En 2022, la violence du choc inflationniste dans les pays développés est telle que l'objectif de contrôle des prix prévaut sur le risque de récession. La hausse des taux d'intérêt, engagée dès 2021 dans de nombreux pays d'Amérique latine et en Corée, se poursuit en 2022 et s'étend désormais à l'ensemble des pays d'Asie. Les taux directeurs corrigés de l'inflation sont négatifs, sauf au Brésil et au Mexique, mais le sont de moins en moins dans les autres pays d'Amérique latine, illustrant par là le caractère plus restrictif de la politique monétaire que celle menée en Asie (graphique 24 et 25).

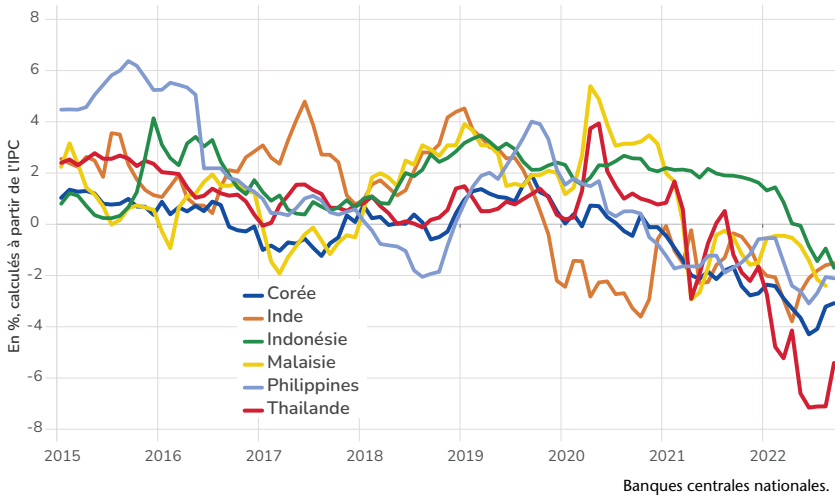
La hausse des taux d'intérêt des banques centrales vise à atténuer les tensions inflationnistes sur le marché domestique mais surtout à défendre la valeur de la monnaie sur le marché des changes notamment pour limiter l'inflation importée, éviter la fuite des capitaux et réduire le service de la dette extérieure. Depuis le début de la crise, à l'exception de celles visant un ancrage rigide au dollar (le dollar de Hong-Kong ou le peso mexicain), toutes les monnaies se sont dépréciées face au dollar, et notamment celles dont les pays constituent une place financière importante. Ainsi, le Brésil a vu sa monnaie perdre 20 % de sa valeur face au dollar, presque autant que le Chili, la Colombie, la Thaïlande. En Inde, aux Philippines et en Corée, la monnaie a baissé plus de 10 %.

En plus de la hausse des taux, les autorités sont intervenues massivement sur le marché des changes. C'est notamment le cas au Chili, en Inde, aux Philippines et en Thaïlande : les réserves de change ont baissé entre 50 et 20 % sur un an. Pour autant, elles restent encore relativement confortables à en juger le taux de couverture exprimé en mois d'importations. C'est en Malaisie, au Mexique et au Chili qu'elles sont les moins importantes (la couverture est d'environ 5 mois).

Graphique 24. Taux directeurs déflatés de l'inflation en Amérique latine



Graphique 25. Taux directeurs déflatés de l'inflation en Asie



Les perspectives restent sombres en 2023

En 2023, la situation ne devrait guère s'améliorer. Partout à l'exception de quelques pays (Hong Kong et Thaïlande notamment), la croissance du PIB devrait être plus faible qu'en 2022. Le commerce international restera impacté par la faiblesse de la croissance mondiale. La lente reprise de l'activité en Chine, due à la levée probable de la

stratégie Zéro Covid, ne devrait pas compenser l'effondrement de 2022. Or si les pays voisins sont les plus exposés du fait de leur participation aux chaînes de valeur dont la Chine reste une plaque tournante, les pays émergents d'Amérique latine sont devenus aussi de plus en plus dépendants du marché chinois. Dès lors, la demande adressée à ces économies ralentira fortement en 2023. Par ailleurs, malgré la dépréciation des monnaies face au dollar, les positions relatives de compétitivité-prix ne devraient pas être très modifiées du fait des rythmes d'inflation élevés. Les parts de marché devraient donc rester stables. En Asie hors Chine, la croissance viendrait donc surtout de la demande intérieure et resterait proche de son potentiel. Les perspectives de croissance en Amérique latine sont plus dégradées, le resserrement monétaire étant plus fort et les principaux pays plus exposés à la volatilité des capitaux. Par ailleurs, si l'envolée du cours des matières premières industrielles a atténué la crise en 2021 et 2022 pour les pays qui sont exportateurs nets, ce facteur devrait cesser de jouer avec la baisse de la demande.

Finalement, si le risque de crise financière ne peut être totalement exclu compte tenu de l'ampleur des hausses des taux d'intérêt et du resserrement de l'accès au marché international des capitaux, et notamment des titres de dettes souveraines (les primes de risque sont très légèrement inférieures à leur niveau de la précédente crise financière de 2014-2015), les pays émergents d'Asie et d'Amérique latine sont malgré tout plus solides financièrement que par le passé. Les conséquences de ce nouvel environnement seront surtout douloureuses pour les pays à plus bas revenus, déjà frappés par le renchérissement du prix des produits de base.

L'**Inde** semblait bien engagée sur la voie de la reprise après le choc économique dû à la pandémie. En effet en 2021, son PIB a progressé de +8,7 % par rapport à l'année précédente (6,6 %). Avec l'assouplissement des restrictions liées au Coronavirus, l'activité économique est repartie depuis le deuxième semestre 2021. Au cours du deuxième trimestre 2022, l'Inde a enregistré une croissance de 13,5 % en rythme annuel bénéficiant de la poursuite du rebond post-pandémie, rebond qui risque toutefois d'être freiné par les tensions inflationnistes et le durcissement des conditions de financement. Face à la flambée de l'inflation mondiale provoquée par la guerre en Ukraine et la hausse du prix des matières premières, la banque centrale indienne (RBI) a décidé d'augmenter son principal taux d'intérêt. Le taux repo, celui auquel empruntent les banques commerciales indiennes, a été rehaussé de

50 points de base, passant à 4,9 %. L'enjeu est maintenant de contenir une inflation record sans nuire à la croissance. En effet, les classes pauvres et moyennes de l'Inde sont les plus touchées par les augmentations car elles consacrent une grande partie de leurs revenus à l'alimentation. Au premier trimestre 2022, l'inflation s'établissait à 7,8 % en glissement, sous l'effet d'une hausse des prix des denrées alimentaires. L'inflation des denrées alimentaires a, quant à elle, atteint les 8,4 %. Les perturbations dans les chaînes d'approvisionnement ont fait grimper les prix des denrées alimentaires (principalement huiles comestibles) et les prix de l'énergie (l'Inde importe 80 % de son pétrole brut). Cela a poussé l'Inde à décréter un embargo sur le blé à la suite d'une production largement moins bonne qu'escomptée en raison de la vague de chaleur extrême qui a littéralement brûlé les récoltes.

La Corée du Sud n'avait pas connu une telle poussée de son activité depuis 2010 avec une croissance de +4,0 % en 2021, après -0,9 % en 2020, ce qui lui a permis de dépasser son niveau d'avant la pandémie. La croissance coréenne résiste au premier trimestre 2022, à +0,7 % par rapport au trimestre précédent. Les exportations de biens et services ont été le principal moteur de la croissance puisqu'elles ont progressé de +5,0 % sur le trimestre. Les exportations et les importations coréennes sont étroitement liées à la Chine, avec environ 30% et 40 % des échanges de produits technologiques dépendant de la Chine. De ce fait le ralentissement de l'activité en Chine devrait peser sur les exportations coréennes. L'interruption de la chaîne d'approvisionnement régionale a affecté la production et les exportations dans le secteur technologique. La baisse de la production manufacturière (-3,1 %) a pu être partiellement compensée par une reprise de la consommation privée (+2,9 %) à partir au second trimestre 2022 notamment grâce aux dépenses en services. Le taux de chômage est resté relativement bas, à +2,8 % au deuxième trimestre. La plupart des emplois créés ont concerné les services, la santé publique et le travail social. En août 2022, le taux d'inflation par rapport au même mois de l'année précédente était en baisse à +5,7 % contre +6,3 % en juillet, mais les tensions inflationnistes restent fortes. Il s'agit notamment des prix de l'énergie (+28,8 %) et de l'alimentation (+8,0 %). L'inflation est d'autant plus forte que la valeur du won vis-à-vis du dollar est au plus bas depuis 2009. La Banque de Corée se montre particulièrement active dans sa politique de resserrement monétaire. Elle a procédé à 5 hausses de son taux de base depuis août 2021, la dernière datant du

26 mai 2022, pour atteindre 1,75 %, soit un niveau qui n'avait pas été atteint depuis novembre 2018. Au deuxième trimestre 2022, le gouvernement a mis en place un budget supplémentaire (2,9 % du PIB), budget principalement destiné aux petites entreprises qui bénéficieront d'environ 72 % des fonds. La croissance a augmenté de +4,0 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2022 contre 6,3 % un an auparavant.

Singapour a vu sa croissance se solder par un rebond spectaculaire de +7,6 % en 2021, alors que l'économie s'était contractée de 5,1% en 2020, au plus fort de la crise. Au deuxième trimestre 2022, grâce à la suppression des restrictions intérieures et frontalières l'économie singapourienne a progressé de +4,4 %. La forte reprise du trafic aérien et des arrivées de visiteurs internationaux a profité aux secteurs liés à l'aviation et au tourisme. Au premier trimestre 2022, le taux de chômage a retrouvé son niveau pré-pandémique à 2,2 %. Les pressions inflationnistes plus fortes que prévues et un resserrement agressif de la politique monétaire des banques centrales ont pesé sur la croissance. L'inflation a accéléré en début d'année pour dépasser la barre des 5 %. Les coûts du fret, des biens de consommation durables, de l'énergie et des produits alimentaires ont augmenté et restent élevés.

En raison d'un assouplissement des mesures anti-Covid, l'économie **philippine** a connu en 2021 une croissance plus importante que prévue, passant de +5,7 % contre -9,1% en 2020, ce qui a permis de stimuler la consommation et le retour à l'emploi. Au premier trimestre 2022, les Philippines ont affiché une forte dynamique de l'activité avec une croissance du PIB atteignant 8,3 % en glissement annuel. Le soutien de l'État à l'économie et la réouverture du pays aux touristes internationaux ont permis de stimuler le secteur des services et soutenir la reprise de l'activité en début d'année. La consommation finale des ménages reste le principal moteur de croissance. Elle s'est redressée progressivement (+ 10,1 % en glissement annuel au premier trimestre 2022) grâce notamment à une augmentation des envois de fonds en provenance de l'étranger (États-Unis, Malaisie et Corée du Sud étant les principaux pays d'origine des fonds). Les Philippines accusent un retard important en matière d'infrastructures et de services de transport et l'administration Duterte a élaboré le programme « Build, Build, Build » : 75 projets prioritaires d'infrastructures ont été sélectionnés pour un montant total de 170 Mds de dollars sur la période 2017-2022 favorisant les investissements. Au premier trimestre 2022 la formation brute de capital a augmenté de 20 % en glissement annuel.

En Malaisie, en 2021, le PIB a progressé de seulement 3,1 %. Au premier trimestre 2022, malgré les blocages en Chine et les conditions d'approvisionnement difficiles, l'industrie manufacturière ne devrait pas avoir pesé lourdement sur la croissance avec une progression de +8,9 % en glissement annuel. La hausse de 25 % du salaire minimum conjuguée aux subventions aux carburants ont permis de protéger le pouvoir d'achat des ménages. Ainsi la croissance s'explique aussi par une hausse de la demande intérieure. Le gouvernement invite les entreprises et les commerçants à ne pas augmenter les prix des biens et des services sur le marché intérieur après l'introduction du nouveau salaire minimum afin de limiter l'inflation.

En Indonésie, Le PIB a enregistré une croissance de 5,4 % en glissement annuel au second trimestre 2022, cela représente une légère hausse par rapport aux 5% enregistrés au cours du premier trimestre. Ce rebond est dû en grande partie au recul de la pandémie et à une forte augmentation de la consommation des ménages, des investissements et des exportations. Les dépenses des ménages ont bénéficié de la levée des restrictions liées à la pandémie et de l'augmentation des vaccinations. Les exportations ont augmenté de +19,8 % grâce à une demande solide et à la flambée des prix mondiaux des matières premières tels que le charbon, l'huile de palme et le nickel. La perturbation de la chaîne d'approvisionnement mondiale a entraîné la hausse des prix des principaux produits de base de l'Indonésie, ce qui s'est traduit par une aubaine pour la performance des exportations du pays.

La croissance économique de **Taiwan** a atteint 6,6 % en 2021 grâce à l'investissement des entreprises qui a progressé de 5,3 % et au commerce extérieur. En début d'année 2022 l'activité ralentissait : 1,1 % contre 2,4 % quatrième trimestre 2021. La consommation privée reste inférieure aux niveaux pré-pandémiques. La courbe épidémique s'est de nouveau dégradée avec un pic à 97 796 cas la dernière semaine de mai. Les exportations taiwanaises ont été directement affectées par les conséquences des récents confinements à Shanghai et dans d'autres régions industrielles chinoises. Les exportations au second trimestre 2022 ont atteint 13 %, contre 24 % au quatrième trimestre 2021 notamment dans les machines et les équipements électriques, information, communication et production audiovisuelle.

Après une contraction de -6,1 % en 2020, l'économie **thaïlandaise** a progressé de 1,5 %, l'une des croissances les plus faibles d'Asie du Sud-Est. En effet La Thaïlande a accueilli environ 40 millions de visiteurs étrangers en 2019, soit 12 % du PIB du pays, avant de chuter à

6,7 millions en 2020 et à 400 000 en 2021 dans le contexte de la pandémie. Au début d'année 2022 en raison de l'assouplissement des contrôles et de l'amélioration de la situation en matière de Covid, les arrivées ont été plus nombreuses que prévu + 19,6 % contre + 3,6 % en janvier. La politique Zéro-Covid en Chine aura un impact sur la croissance du pays, en effet la Chine représentait 28 % du total des arrivées en 2019.

Avec une hausse de 17 % des exportations et une amélioration de ses ventes au détail de 7,3 % en 2021, **Hong Kong** a affiché une croissance de 6,4 %. Au premier trimestre 2022, l'économie hongkongaise a reculé de 4 % sous l'effet du renforcement des mesures de distanciation sociale (stratégie Zéro-Covid). C'est la consommation privée qui a apporté la contribution la plus négative à la croissance : -3,5 points.

En Asie, plusieurs risques vont peser sur la croissance. L'impact de la guerre en Ukraine et du durcissement de la politique monétaire de nombreuses banques centrales dans le monde pour faire face à l'inflation, le ralentissement de la croissance mondiale et la flambée des prix des matières premières sont autant de facteurs extérieurs qui vont avoir un impact sur la croissance de la région. De plus la série de confinements en Chine impactant les chaînes d'approvisionnement se rajoute aux chocs précédents. L'inflation est néanmoins moindre que dans le reste au monde.

En Amérique latine, la croissance est restée plutôt soutenue au premier semestre. Entre la fin 2021 et le deuxième trimestre 2022, l'activité a progressé entre 2 et 3 % au Mexique, Argentine, Brésil, et Colombie. Elle a cependant baissé de 0,6 % au Chili et de 4 % au Pérou. L'inflation reflue depuis mai au Brésil à 7 % en septembre et semble avoir atteint un plateau au Chili (à 13,7 %) et au Pérou. Elle continue de progresser encore au Mexique, en Colombie et au Pérou. Ces rythmes sont loin des bandes autorisées par les banques centrales dans le cadre de leur stratégie de ciblage d'inflation. Dès lors, les taux directeurs devront rester très élevés tant que les pressions inflationnistes se maintiendront ou continueront d'augmenter. L'impact peu visible jusque-là, sera très marqué à partir du milieu d'année et sera amplifié par l'ajustement budgétaire.

Au **Brésil**, l'accélération de la croissance au premier semestre montre la bonne résilience de l'économie, notamment de la consommation des ménages et de l'investissement soutenus par les mesures de relance du gouvernement (transferts aux ménages, baisse des taxes sur

les prix des carburants et de l'électricité, ...). Le taux de chômage a baissé de 6 points par rapport à son pic de 2020 et se situe à un niveau historiquement bas. L'année 2022 étant une année électorale, les dépenses publiques ont sensiblement augmenté mais sans entraîner de dérapage des finances publiques. En 2023, la politique économique monétaire et budgétaire sera particulièrement restrictive. Au Mexique, malgré une croissance encore soutenue au premier semestre, les indicateurs conjoncturels sont mitigés. L'austérité budgétaire menée depuis plusieurs années pèse sur les performances de l'économie tout comme en 2022 et 2023, tout comme le ralentissement, voire la récession aux États-Unis. Au Chili, la croissance avait été particulièrement forte en 2021, poussée par la hausse des prix du cuivre. En 2022 puis 2023, l'impact bénéfique du prix élevé des matières premières sera plus que contrebalancé par le retrait des mesures de soutien à l'économie, la contraction du marché chinois qui absorbe 40 % des exportations chiliennes et la forte volatilité des marchés financiers. L'Argentine, qui applique une gestion monétaire et budgétaire peu orthodoxe, enregistre une inflation à plus de 80 % en septembre, malgré les contrôles des changes et des capitaux. Le rebond de la production agricole en 2022 après la sécheresse sévère de 2021 profite à la croissance mais les perspectives macroéconomiques restent mauvaises.

Amérique latine : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2021	2022	2023
PIB	6,9	2,8	1,3
Argentine	10,4	4,7	-1,2
Brésil	5,0	1,9	0,6
Mexique	5,0	2,4	1,4
Chili	12	3,2	0,0

FMI, calculs et prévision OFCE octobre 2022.

Asie : résumé des prévisions de PIB

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2021	2022	2023
Corée du Sud	6,8	4,1	2,5	1,8
Asie en développement rapide	20,3	4,4	4,5	4,0
Taiwan	3,9	6,6	3,1	2,3
Hong Kong	1,5	6,3	0,5	3,6
Singapour	0,9	7,6	3,6	2,3
Thaïlande	3,6	1,5	3,3	4,0
Indonésie	6	3,7	5,4	4,8
Malaisie	1,7	3,1	7,6	4,1
Philippines	2,6	5,7	6,6	5,7
Chine	48,5	8,1	1,2	3,4
Inde	24,4	8,7	7,1	5,9
Asie hors Chine	51,5	6,4	5,5	4,6
Total	100	7,2	3,4	4,0

CEIC, calculs et prévision OFCE octobre 2022.

Nouveaux États membres de l'Union

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2021	2022	2023
Pologne	45	6,0	5,0	1,4
Roumanie	18	6,3	7,0	2,5
République Tchèque	15	3,1	3,8	1,3
Hongrie	12	7,5	6,1	2,5
Bulgarie	6	0,4	3,5	2,0
Croatie	4	10,0	8,6	2,8
NEM-6		5,6	5,3	1,8

Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE octobre 2022.