

CHAPITRE UN

Panorama macroéconomique

Résumé

Les économies d'Amérique latine ont mieux résisté que celles d'autres régions du monde – dont les pays non latino-américains de l'OCDE – à la crise financière de 2008-09, et leur reprise a été plus rapide. Le principal défi de la région consiste à gérer avec prudence ce contexte favorable, dans l'objectif de rétablir une marge budgétaire susceptible de répondre aux risques éventuels, tels que des perturbations des marchés de capitaux dues aux problèmes de la zone euro.

Les liens commerciaux forts que les économies de cette région entretiennent avec la Chine – qui se sont avérés importants pour la reprise – les ont rendues plus sensibles à une décélération éventuelle du rythme de croissance de ce pays. L'on peut craindre notamment son impact potentiel sur les prix des matières premières et, par conséquent, sur les soldes budgétaires de nombreux pays latino-américains. Ce chapitre montre qu'il est fondamental que la région récupère sa capacité de réponse macroéconomique, et développe une certaine capacité à prévoir l'évolution des finances publiques, afin de mettre en œuvre des politiques qui permettront une croissance plus forte et de meilleure qualité.

1.1 Introduction

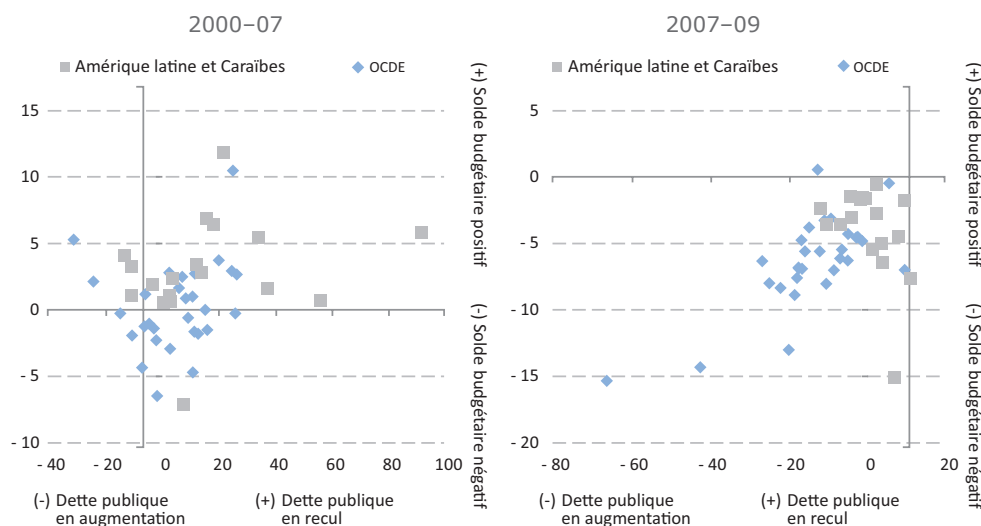
Les économies d'Amérique latine ont fait preuve d'une capacité de résistance significative aux effets de la crise financière de 2008/09, et leur reprise a été plus rapide que dans d'autres régions du monde, y compris les pays de l'OCDE. La croissance de la région se poursuit à un rythme positif bien qu'avec de fortes différences entre les pays. Sa stabilité macroéconomique doit servir de toile de fonds à toute discussion portant sur les moyens de transformer l'État en un levier de développement, et ce, pour trois raisons. En premier lieu, parce que la stabilité fournit un contexte favorable pour concevoir et mettre en œuvre des réformes; en second lieu, car il existe dans la conjoncture macroéconomique des facteurs susceptibles de mettre en danger la stabilité actuelle, si les gouvernements ne prennent pas des mesures opportunes pour les éviter; et, en troisième lieu, parce que les bonnes conditions qui prévalent actuellement sont, du moins en partie, attribuables aux bonnes pratiques appliquées dans les politiques monétaires et budgétaires. Dans plusieurs cas ces bonnes pratiques macroéconomiques pourraient être institutionnalisées, comme cela a été le cas par le passé avec la création de banques centrales indépendantes ou avec la fixation de règles budgétaires dans divers pays de la région.

Ce chapitre analyse les performances macroéconomiques récentes de la région. L'on estime que l'Amérique latine connaîtra une croissance de 4.4% en 2011¹, résultat de la forte demande intérieure et de la demande asiatique toujours robuste pour ses exportations (section 1.2). Or cette augmentation de la demande internationale exerce une pression sur les prix internationaux des matières premières ce qui, parmi d'autres facteurs, peut intensifier les pressions inflationnistes. Ce scénario met les banques centrales de la région dans l'obligation de contenir l'inflation sans accélérer l'entrée de capitaux et sans sacrifier la croissance (section 1.3). Dans le même temps, un flux renforcé d'investissements étrangers, qui constitue en principe une bonne nouvelle pour les économies de la région, apporte également un autre défi, celui de la volatilité des taux de change, avec des conséquences sur la compétitivité extérieure des pays et une éventuelle augmentation insupportable du crédit (section 1.4).

Les politiques macroéconomiques prudentes appliquées dans la région au cours des années de forte croissance (2003-08) ont souvent créé une marge de manœuvre pour d'autres politiques, ou l'ont renforcée (Figure 1.1, panneau de gauche). Ainsi, par exemple, certains pays ont utilisé la politique monétaire, et notamment la politique budgétaire, de manière contre-cyclique au cours de la crise financière de 2008/09, ce qui a contribué à éviter une profonde récession et permis d'amortir ses effets sur les secteurs les plus vulnérables de la société.

Pour de nombreuses économies de la région, le principal défi consiste à gérer avec prudence ce contexte favorable mais instable, afin de recréer une marge de manœuvre pour les politiques, restaurer les capacités de réponse macroéconomique, et offrir un environnement stable permettant de prévoir les finances publiques, de manière à combler les lacunes en matière d'infrastructure, d'éducation et d'innovation, ce qui permettra une croissance plus forte et de meilleure qualité à long terme. Cette croissance plus forte est nécessaire pour que la progression importante de la demande intérieure ne génère pas une instabilité au niveau des prix. A court terme, l'économie internationale continue toujours d'être la principale source de chocs potentiels pour l'Amérique latine. Les problèmes actuels que connaît la zone euro pourraient engendrer des déséquilibres dans le système financier international, avec des répercussions sur les marchés émergents. Une inversion des flux de capitaux peut occasionner des fluctuations importantes des taux de change, avec des effets perturbateurs sur l'économie réelle. Le poids relatif croissant de la Chine dans les rapports commerciaux latino-américains a été l'un des facteurs

Figure 1.1 Marge budgétaire avant et après la crise financière, 2000-07 et 2007-09
(en pourcentage du PIB)



Note: Chaque point représente un pays. Les panneaux comprennent les pays de l'OCDE ainsi que 19 pays d'Amérique latine et des Caraïbes.

Source: CEPALSTAT, Statistiques sur les finances publiques pour l'Amérique latine et les Caraïbes, et OCDE (2011b) pour les autres pays.
<http://dx.doi.org/10.1787/888932553083>

qui ont aidé la reprise rapide des économies de la région. En revanche, les liens plus forts entretenus avec ce pays ont augmenté l'exposition des économies de la région face à une éventuelle décélération de la croissance chinoise. Une telle situation pourrait provoquer une chute de la demande pour les produits latino-américains et une baisse des prix des matières premières, ce qui se répercuterait sur les comptes budgétaires.

1.2 De la reprise à l'expansion

La crise internationale a exercé des effets récessifs transitoires sur les économies d'Amérique latine en 2009. La croissance du PIB en 2010 reflète la consolidation de la reprise qui avait commencé à se manifester dans la majorité des économies de la région au cours du deuxième semestre 2009, impulsée par l'impact des mesures contre-cycliques adoptées par de nombreux pays. La mise en œuvre de plans de relance destinés à contrecarrer les effets de la crise internationale a été complétée par la reprise rapide de l'économie internationale – économies émergentes en tête – au cours du premier semestre 2010. Les niveaux d'activité se situent aujourd'hui au-dessus de ceux affichés par la région avant la crise. Au cours des premiers mois de 2011, la majorité des pays de la région ont poursuivi leur croissance de façon dynamique. La CEPALC estime qu'en 2011 la croissance du PIB régional se situera autour de 4.4%². L'Amérique du Sud connaîtra une croissance moyenne supérieure à celle du Mexique et de l'Amérique centrale, mais l'on espère que la différence des performances de ces deux sous-régions sera moins marquée qu'en 2010.

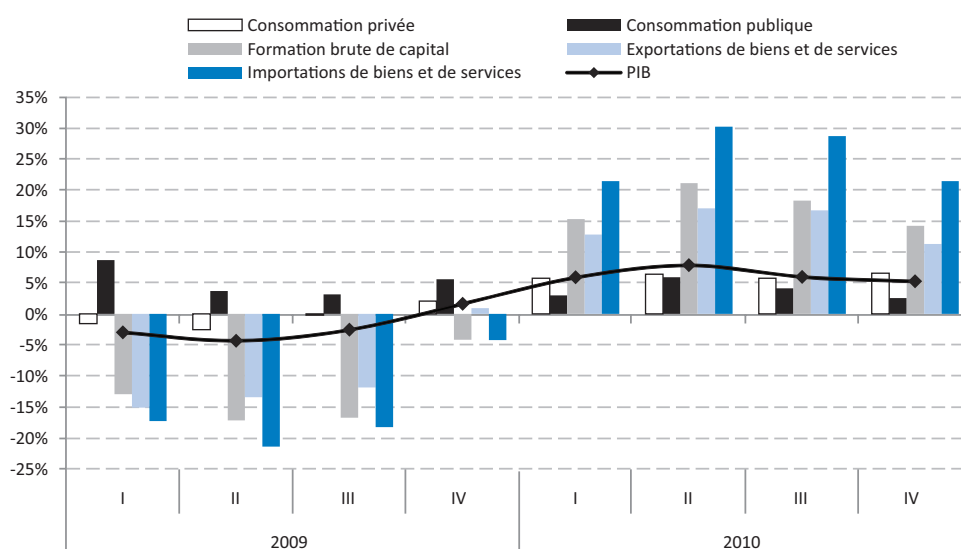
Dans de nombreux pays de la région, l'élargissement de l'espace macroéconomique entre 2003 et 2008 a engendré une aptitude inédite à mettre en œuvre des politiques destinées à lutter contre la crise. La plupart des pays d'Amérique latine et des

Caraïbes ont connu durant les années antérieures à la crise internationale une solidité macroéconomique inédite en comparaison avec les difficultés financières auxquelles la région devait habituellement faire face durant des épisodes de ce type. Les pays ont profité de la prospérité de l'économie et des finances générales qui a caractérisé la période 2003-08 pour assainir leurs comptes publics, augmenter leurs réserves internationales, réduire et améliorer le profil de leur dette extérieure. La réduction des dettes totales du secteur public non financier (exprimées en pourcentage du PIB) au cours des dernières années a été le résultat de l'amélioration des recettes publiques et de la croissance économique, ainsi que de modifications de certains prix relatifs. Dans différents pays, la composition de la dette publique a été modifiée considérablement par un rééchelonnement des délais, une part plus importante de dette à taux fixe, une augmentation de la part de la dette intérieure et l'importance croissante des dettes en monnaie nationale³. Tout cela a créé une plus grande marge de manœuvre pour l'application de politiques publiques anticycliques, autorisant des efforts sans précédent pour contrecarrer les effets négatifs de la détérioration de la situation internationale, et rendant possible en outre un début de reprise dès le second trimestre 2009⁴.

La forte croissance de la région en 2010 s'explique par la progression significative de diverses composantes du PIB, qui a permis une reprise équilibrée et vigoureuse. Le dynamisme soutenu de la demande intérieure, tant sur le plan de la consommation privée que sur celui de les investissements (Figure 1.2), s'est maintenu grâce aux performances relativement bonnes des marchés du travail, à la croissance des salaires réels⁵, à l'augmentation du crédit au secteur privé, sans oublier l'amélioration des prévisions des agents économiques affectés par la crise. Les faibles taux d'intérêt réels ont également stimulé la consommation et l'investissement. Dans

Figure 1.2 Amérique latine (13 pays) : variation trimestrielle des composantes des dépenses, 2009-10

(En pourcentage et en dollars constants de 2005)



Note: Les pays d'Amérique latine couverts sont l'Argentine, la Bolivie (Etat plurinational de), le Brésil, le Chili, la Colombie, le Costa Rica, l'Équateur, le Mexique, le Paraguay, le Pérou, la République dominicaine, l'Uruguay et le Venezuela (Rép. bolivarienne du).

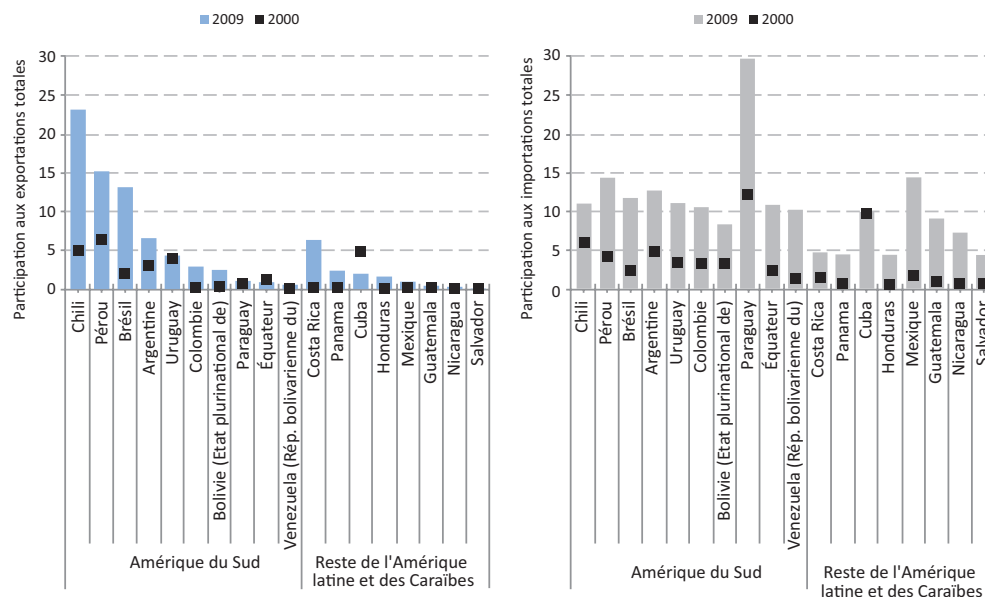
Source : Élaboration par l'auteur à partir de la base de chiffres officiels des pays concernés.
<http://dx.doi.org/10.1787/888932553102>

le cas des pays disposant de volumes considérables d'envois de fonds par des émigrants, la progressive reprise des transferts a également contribué à élever les niveaux de la consommation privée. En outre, la rapidité de la récupération économique a été facilitée par l'existence de niveaux élevés de capacités de production non utilisées, qui ont permis d'augmenter les niveaux de production dans un délai court⁶. La formation brute de capital a progressé de 12.9% en 2010 grâce à l'augmentation des investissements bruts en capital fixe (9.9%) et au processus de recomposition des stocks. La croissance de l'investissement fixe dans la région s'est concentrée sur les machines et équipements, principalement importés, et a été impulsée par l'appréciation des monnaies nationales, une grande disponibilité de crédit et la réduction des capacités utilisées dans une situation de fort dynamisme de la demande intérieure⁷. Ainsi, le taux d'investissement brut fixe, mesuré en dollars constants et en pourcentage du PIB, a atteint 21.4%, soit un niveau supérieur aux 20.5% enregistrés en 2009, mais inférieur aux 22.1% de 2008 et aux niveaux records atteints durant les années 70⁸.

Le dynamisme important de la demande intérieure a provoqué une hausse vigoureuse du volume des importations de biens et de services (20.9%), notamment des biens de consommation durables et des biens de capital. Étant donné les performances du commerce extérieur, la contribution des exportations nettes à la croissance a été négative en 2010. La valeur des exportations de biens atteint des chiffres élevés dans les pays exportateurs de métaux et, dans certains cas, d'hydrocarbures, mais ceci est principalement attribuable à une amélioration des cours de ces produits, plutôt qu'à une augmentation des volumes exportés. Pour l'Amérique latine comme pour les Caraïbes, la situation extérieure favorable a permis une augmentation du volume et des prix des exportations. Néanmoins, la croissance des importations a été encore plus forte, entraînant une dégradation de la balance des opérations courantes régionale, de -0.4% du PIB en 2009 à -1.2% en 2010, selon les données de la CEPALC (CEPALC, 2011).

L'expansion des échanges commerciaux avec la Chine est un autre facteur fondamental pour comprendre la dynamique récente des économies latino-américaines. Le processus de déplacement progressif du centre de gravité de l'économie mondiale vers l'est et vers le sud (surtout vers la Chine et l'Inde, mais également vers d'autres économies émergentes) a abouti à une forte expansion du commerce avec ces pays⁹. Au cours de la dernière décennie, le commerce avec la Chine a substantiellement augmenté en Amérique du Sud. La participation des exportations vers ce pays dans le volume total exporté a ainsi augmenté au Brésil (de 2% à 13%), au Chili (de 5% à 23%) et au Pérou (de 6% à 15%) durant la période indiquée. En revanche, la Chine continue d'être une destination peu importante pour la majorité des pays d'Amérique centrale et du Mexique (moins de 2% du total des exportations), tandis qu'elle est devenue la première destination des exportations du Brésil et du Chili (contre la douzième et la cinquième respectivement en l'an 2000), et qu'elle occupe la seconde place pour l'Argentine et le Pérou. Les importations depuis la Chine ont progressé considérablement dans tous les pays de la région (Figure 1.3). En raison de leur spécialisation marquée dans les matières premières, plusieurs pays d'Amérique du Sud tels que la Bolivie (État plurinational de), l'Équateur, le Paraguay, le Pérou et le Venezuela (République bolivarienne du) sont confrontés à une concurrence relativement faible de la Chine. L'Argentine, le Brésil, la Colombie et l'Uruguay connaissent une situation intermédiaire, tandis que les économies d'Amérique centrale et le Mexique se trouvent plus exposées à la concurrence de ce pays, leurs structures d'exportations étant plus similaires¹⁰. Ce poids plus marqué des rapports commerciaux avec les économies émergentes en particulier la Chine – est un important facteur expliquant la résilience de la région à la crise, ainsi que les différences entre les pays de la région en termes de rythme de croissance et de marge de manœuvre disponible pour les politiques. Ce phénomène, observable depuis la fin des années 90, se traduit par une corrélation croissante entre les cycles économiques de l'Amérique du Sud et de la Chine. En revanche, en Amérique centrale et au Mexique cette corrélation est moins forte et tend à diminuer¹¹. Cela

Figure 1.3 Amérique latine : part de la Chine dans les exportations et les importations totales, par pays, 2000 et 2009
(En pourcentage)



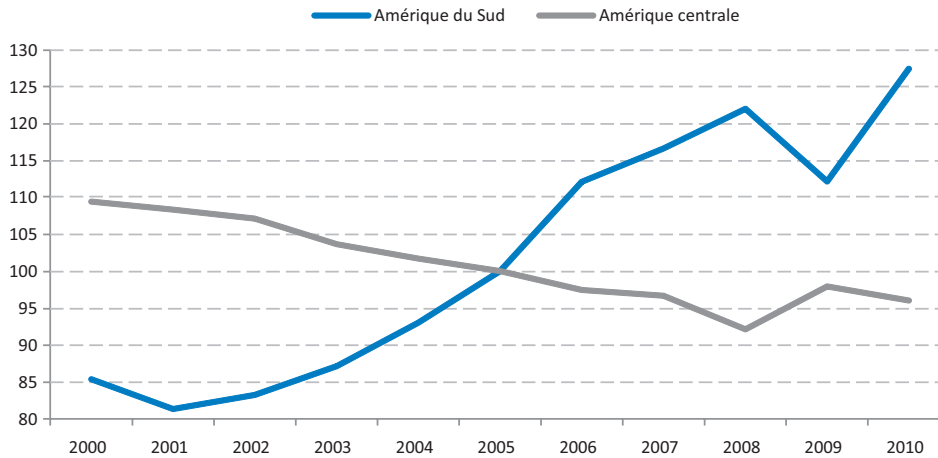
Source : Calculs de l'auteur d'après la base de données statistiques des Nations Unies sur le commerce de marchandises (COMTRADE).
<http://dx.doi.org/10.1787/888932553121>

explique en partie pourquoi les économies entretenant des liens commerciaux plus étroits avec la Chine ont moins souffert durant la crise et affichent aujourd'hui une croissance plus vigoureuse¹².

Les relations commerciales avec la Chine expliquent également l'évolution hétérogène des termes de l'échange dans les pays de la région. La demande accrue pour des biens primaires qui découle de l'expansion de l'économie chinoise s'est traduite par une amélioration des termes de l'échange de la plupart des pays qui exportent ces biens, situés principalement en Amérique du Sud. En revanche, ce rapport enregistre une tendance à la baisse dans les autres pays de la région, étant donné qu'il s'agit de pays importateurs de pétrole qui, dans certains cas, notamment en Amérique centrale, ne produisent pas de produits de base (minerais ou soja, par exemple) demandés par les économies émergentes asiatiques. Les indices des termes de l'échange s'améliorent en Amérique du Sud depuis le début de la dernière décennie – avec une interruption en 2009. Ils se situaient en 2010 près de 60 % au-dessus du niveau de l'an 2000, tandis qu'en Amérique centrale la tendance évolue inversement (en 2010, ils étaient inférieurs de 14 % au niveau de l'an 2000) (Figure 1.4).

Les nouvelles opportunités ouvertes par le dynamisme du commerce extérieur avec la Chine et avec les économies asiatiques émergentes s'accompagnent de défis pour la région en matière d'inflation et de vulnérabilité extérieure. L'augmentation des prix des aliments et des combustibles affecte plus fortement les groupes les plus vulnérables, notamment ceux situés dans les zones urbaines des pays d'Amérique centrale et des Caraïbes qui n'exportent pas de tels biens. Ces hausses exercent une pression sur l'inflation et peuvent influencer sur le niveau général des prix si elles se répercutent sur les salaires dans un contexte de forte croissance de la demande intérieure. Les pays qui entretiennent le plus d'échanges commerciaux avec la Chine se trouvent plus exposés à la nature des cycles et aux chocs de cette économie. Bien

Figure 1.4 Amérique du Sud et Amérique centrale : indices des termes de l'échange, 2000-10
(Année 2005 = 100)



Note: Les pays d'Amérique du Sud et d'Amérique centrale couverts sont l'Argentine, la Bolivie (Etat plurinational de), le Brésil, le Chili, la Colombie, l'Équateur, le Paraguay, le Pérou, l'Uruguay et le Venezuela (Rép. bolivarienne du), et le Costa Rica, le Salvador, le Guatemala, le Honduras, le Nicaragua et le Panama, respectivement.

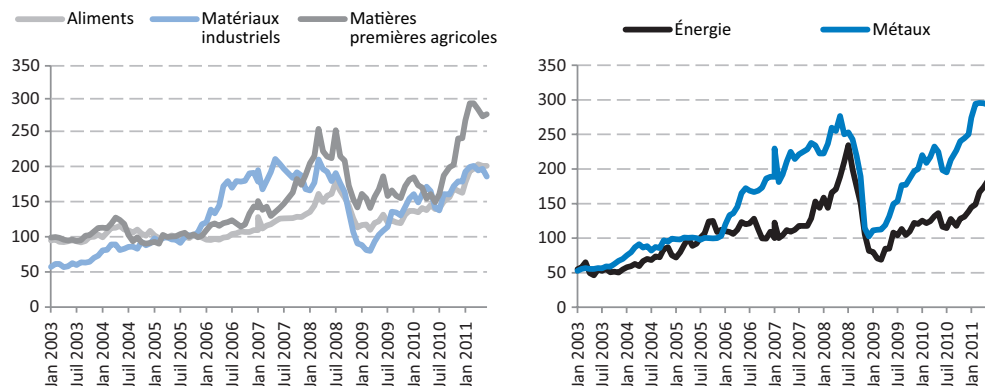
Source : Élaboration par l'auteur à partir de la base de chiffres officiels des pays concernés.
<http://dx.doi.org/10.1787/888932553140>

que l'on espère que la Chine continue d'être un moteur important de la croissance mondiale, un éventuel ralentissement de sa croissance économique pourrait avoir des effets significatifs sur les prix et le volume des exportations, ainsi que sur les finances publiques.

1.3 Pression inflationniste et augmentation des prix des produits de base et des combustibles

Depuis le deuxième semestre 2010 et au cours des premiers mois de 2011, les prix internationaux des produits de base sont en hausse et, parallèlement, le rythme inflationniste a commencé à s'accélérer dans la plupart des pays de la région. Les prix de divers produits de base ont dépassé les niveaux qu'ils avaient atteints durant la crise financière de 2008 (Figure 1.5)¹³. Les principaux facteurs structurels qui expliquent cette augmentation sont la vigoureuse croissance de la Chine et de l'Inde, associée à un processus d'urbanisation et d'industrialisation qui exige d'énormes volumes de matières premières et de combustibles; le développement dans ces pays d'une classe moyenne émergente dont le pouvoir d'achat a progressé de façon considérable; et une transition vers une alimentation plus occidentale pour certains produits¹⁴. L'augmentation de la moyenne pondérée des prix à la consommation en Amérique latine est passée de 4.7% en 2009 à 6.5% en 2010, en raison principalement de la hausse des prix internationaux des aliments et des combustibles. A cela vient s'ajouter la fin des subventions précédemment concédées pour certains aliments et pour le prix des combustibles, notamment en Amérique centrale et au Mexique. L'augmentation des indices des prix à la consommation est plus marquée dans les pays d'Amérique latine où les revenus sont plus faibles, car dans ces derniers la part des aliments dans la consommation est plus importante.

Figure 1.5 Évolution mensuelle des prix internationaux des produits de base, entre janvier 2003 et août 2011
(En USD courants)



Note : Ils correspondent aux indices agrégés S&P GSCI.

Source : Thomson Reuters Datastream.
<http://dx.doi.org/10.1787/888932553159>

Cela vaut également pour les pays où l'appréciation des monnaies nationales enregistrée quasiment dans toute la région a atténué l'impact de l'augmentation des prix des produits importés sur les prix intérieurs.

Au cours des dernières années, la volatilité de nombreux prix de produits de base de la région s'est également considérablement accentuée, atteignant en 2008 un pic sans précédent depuis le début des années 70. Cette volatilité s'explique par des facteurs conjoncturels à court terme, tels que des chocs affectant l'offre – par exemple une mauvaise récolte dans un pays producteur important –, des variations dans le taux de change effectif du dollar, et les attentes des marchés financiers. Ainsi, les forces qui peuvent accentuer la volatilité des marchés agricoles sont de deux types au moins : celles qui renforcent l'inélasticité de l'offre et de la demande des produits agricoles, et celles qui augmentent la fréquence et l'intensité des chocs. L'intégration avec d'autres marchés semble être l'une des principales sources de la volatilité accrue constatée dans le secteur agricole, selon différentes études. Celles-ci mentionnent l'intégration avec un marché physique, tel celui des combustibles, ou entre différents produits agricoles, et particulièrement une association accrue des marchés de biens primaires, entre autres les produits agricoles, avec les marchés financiers¹⁵.

L'impact des hausses de prix des aliments et de l'énergie varie selon les pays. Outre qu'elles affectent plus fortement les groupes aux revenus les plus faibles, ces augmentations de prix posent de plus grandes difficultés aux pays les plus dépendants des importations de produits alimentaires. Par exemple, pour la grande majorité des pays des Caraïbes et d'Amérique centrale, les importations d'aliments représentent l'équivalent de plus de 5% du PIB, alors que la moyenne de l'Amérique latine est de 4.3%. Dans d'autres pays d'Amérique centrale, la dépendance des importations d'aliments, relativement élevée, varie entre 2% et 5% du PIB, tandis qu'au Mexique et en Amérique du Sud ce phénomène est moins marqué, grâce à l'amélioration de leurs termes de l'échange¹⁶.

Il convient de se demander si ces augmentations plus amples des indices des prix à la consommation méritent une réaction de politique monétaire. La réponse dépend de l'existence de pressions inflationnistes plus générale que la seule augmentation de quelques composantes volatiles, telles que les aliments et les combustibles. Sur ce point, l'on observe diverses situations dans la région, y compris parmi les pays

qui suivent une politique d'objectifs d'inflation, et excluent du calcul de l'inflation les prix plus volatiles des aliments, des boissons et des transports (biens énergétiques). Par exemple, l'inflation sous-jacente a été négative au Chili et en recul au Mexique durant une grande partie du premier semestre 2011. Au contraire, l'indice des prix comme l'inflation sous-jacente enregistrent une tendance à la hausse au Brésil, en Colombie et au Pérou. Les indices montrent alors que l'intensité des pressions inflationnistes est supérieure à celles générées par la hausse des prix des produits de base. Dans ces cas, surtout lorsque l'inflation sous-jacente se rapproche ou dépasse la limite supérieure des objectifs d'inflation, une politique monétaire plus restrictive peut s'avérer nécessaire, comme cela a été observé au cours du deuxième trimestre 2011¹⁷.

A partir du premier trimestre 2010, certains pays de la région ont commencé à appliquer une politique monétaire plus restrictive pour contenir l'inflation, alors que se consolidait la reprise des économies. Quatre des pays s'étant fixé des objectifs d'inflation (Brésil, Chili, Colombie et Pérou) ont élevé leur taux de base, choix imité par la République dominicaine et par l'Uruguay. En dépit de cette augmentation, les taux de référence se trouvent à des niveaux inférieurs à ceux qui prévalaient en 2008 avant la propagation de la crise financière. D'autres pays qui privilégient la croissance économique n'ont pas augmenté leur taux (Mexique), et certains ont même eu tendance à rendre leur politique monétaire plus expansionniste (Argentine et Costa Rica).

Les actions des autorités en charge de la politique monétaire paraissent avoir pour but d'éviter que les augmentations des prix des aliments et de l'énergie finissent par se répercuter sur le niveau général des prix, ce qui pourrait exacerber les craintes inflationnistes dans les pays de la région. Les pressions extérieures que ces hausses de prix exercent sur la dynamique inflationniste d'Amérique latine posent un nouveau dilemme aux responsables politiques. Ceux-ci doivent concilier deux objectifs : maintenir la solidité de la reprise de l'activité économique intérieure, tout en évitant des mesures monétaires et financières susceptibles de favoriser un regain des craintes inflationnistes et l'apparition de bulles dans le prix des actifs nationaux, notamment dans un contexte de liquidité internationale élevée.

Les autorités budgétaires et monétaires des pays de la région sont actuellement confrontées à un triple défi : *i*) déterminer dans quelle mesure il convient d'absorber le choc inflationniste extérieur tout en graduant le contrôle de la demande agrégée (et la réduction du dynamisme économique) ; *ii*) élaborer des politiques budgétaires et monétaires qui minimisent le coût économique d'un cadrage de l'inflation et, surtout, qui n'augmentent pas les risques associés à la forte entrée de capitaux, et donc aux pressions croissantes d'appréciation des monnaies nationales ; et *iii*) adopter des politiques visant à pallier les effets sociaux dérivant du choc inflationniste et des politiques d'encadrement.

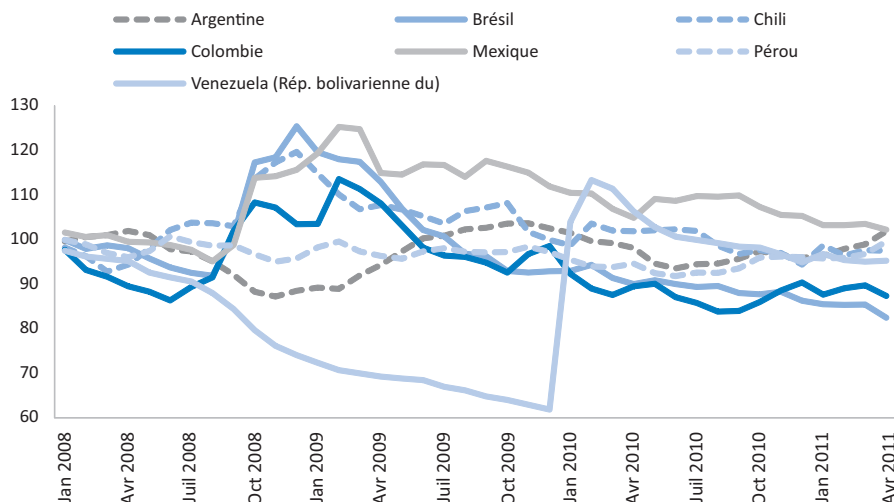
1.4 Entrées de capitaux : défis pour la stabilité

L'association de meilleurs fondamentaux macroéconomiques en Amérique latine, d'une grande liquidité et des incertitudes sur les marchés de capitaux des pays développés, ainsi que de taux d'intérêt historiquement bas, a stimulé des flux élevés de capitaux vers différents pays de la région. Or si l'entrée de capitaux, selon ses caractéristiques, peut en principe multiplier les opportunités d'élever le taux des investissements et la croissance économique, il ressort de l'expérience de la région et des marchés émergents durant les années 90 que la volatilité de ces flux peut occasionner des problèmes macroéconomiques profonds et des perturbations financières. Malgré quelques signes indiquant que de nombreux investisseurs internationaux font la différence de nos jours, plus que par le passé,

entre les fondamentaux des différentes économies de la région, la synchronisation élevée des flux de capitaux vers les marchés émergents reflète l'importance de facteurs généraux¹⁸.

Ces flux de capitaux et l'augmentation des prix des produits de base ont contribué à apprécier les taux de change nominaux et réels des pays de la région. L'appréciation a spécialement affecté les monnaies des pays ayant des stratégies d'objectifs d'inflation et de taux de change flexibles. Onze pays ont enregistré des appréciations nominales de leurs monnaies au cours des dix premiers mois de 2010 par rapport à la même période en 2009. Se sont ainsi le plus appréciés le réal brésilien (13.6%), le peso colombien (13.2%), le peso uruguayen (13.1%), le peso chilien (9.4%) et le colon costaricain (8%). En revanche, seuls cinq pays ont enregistré une dépréciation nominale de leur monnaie, les plus fortes étant celles de l'Argentine et du Venezuela (République bolivarienne du). En termes réels, les situations sont variées. D'un côté, les monnaies du Brésil et de la Colombie se sont clairement appréciées, comparativement au taux de change moyen de la décennie 2000 (38% et 24% respectivement), alors que les monnaies du Chili et du Venezuela (République bolivarienne du) paraissent également s'être légèrement appréciées par rapport à la même période (de 10% environ)¹⁹. D'un autre côté, les monnaies du Pérou et du Mexique semblent proches de leur moyenne historique, tandis que celle de l'Argentine se trouve légèrement dépréciée (de 15% par rapport à la moyenne des années 2000 – Figure 1.6)²⁰.

Figure 1.6 Taux de change effectif réel dans sept pays d'Amérique latine, de janvier 2008 à mars 2011
(Janvier 2008 = 100)



Source : Calculs de l'auteur à partir de la base de chiffres officiels des pays concernés.
<http://dx.doi.org/10.1787/888932553178>

La volatilité et l'appréciation excessive du taux de change réel – au-delà de ce que viennent expliquer les modifications des fondamentaux – peuvent réduire la compétitivité du secteur marchand de l'économie ou des activités marchandes qui ne bénéficient pas de la hausse des prix des exportations. Des fluctuations à court terme du taux de change réel peuvent occasionner des effets négatifs permanents sur la croissance économique, notamment lorsque les entreprises sont confrontées à des restrictions du crédit telles qu'elles sollicitent des interventions politiques pour atténuer leurs effets²¹. Une appréciation du taux change pourrait même annihiler

les efforts déployés dans divers pays pour stimuler l'innovation, la création de nouvelles activités productives et la diversification de la production.

Les responsables politiques ont adopté un ensemble de mesures visant à réduire la volatilité du taux de change nominal et à limiter une éventuelle exposition à des situations d'inversion des flux financiers. Parmi les outils adoptés au sein de la région pour éviter la volatilité des flux financiers et l'instabilité résultant du taux de change nominal, soulignons les mesures tendant à décourager l'entrée de capitaux à court terme, et le renforcement de la détention d'actifs extérieurs par le secteur public et certains établissements financiers privés.

Les mesures visant à lutter contre les entrées de capitaux peuvent être classées en deux catégories, selon que les autorités cherchent à absorber les flux supplémentaires, ou à réduire leur volume via des mesures de contrôle des capitaux²². Dans plusieurs pays, d'énormes volumes de réserves internationales se sont accumulés suite à des interventions sur le marché des changes. C'est le cas par exemple en Argentine, au Brésil, en Colombie, au Costa Rica, au Guatemala, au Mexique et au Pérou. D'autres pays, tels que la Bolivie (État plurinational de), le Paraguay et le Pérou, ont atteint des niveaux élevés de réserves en pourcentage du PIB, proches de 25 % voire supérieurs, comparativement à d'autres pays de la région. D'autres pays ont adopté des mesures visant directement à réduire les flux de capitaux entrant dans le pays ou bien à augmenter les flux de sortie de capitaux nationaux. Le Chili a ainsi annoncé en novembre 2010 une décision autorisant une augmentation progressive de la limite globale maximale d'investissement à l'étranger des fonds de pension, la portant à 80 %. Le Pérou a adopté des mesures similaires, annonçant en septembre 2010 que les investissements à l'étranger pourront atteindre jusqu'à 30 % des actifs des compagnies administratrices de fonds de pension. Le Brésil a augmenté l'impôt frappant les opérations financières sur les investissements étrangers dans des instruments à taux fixe. Fixé à 2 %, cet impôt est passé à 4 % en 2009 puis, en octobre 2010, à 6 %. Le pays a également augmenté l'impôt grevant les dépôts de marge sur les marchés à terme, lequel est passé de 0.38 % à 6 %, laissant inchangé le taux de 2 % de l'impôt sur les investissements en actions, tout en introduisant d'autres mesures administratives destinées à augmenter l'efficacité de l'impôt, de manière à modérer les entrées de capitaux spéculatifs (Encadré 1.1). En Argentine, en Colombie et au Pérou des mesures similaires ont été maintenues ou introduites, et d'autres instruments ont été utilisés tels qu'un encadrement resserré des réserves non rémunérées²³.

Si l'accumulation de réserves internationales permet de reconstituer la capacité à affronter à l'avenir de brusques dégradations des termes de l'échange ou une interruption subite des flux de capitaux (le *sudden stop*), et de réduire la volatilité des changes, elle a également multiplié les défis en matière de politique monétaire. Les banques centrales des pays de la région sont confrontées à cette alternative : soit intervenir sur le marché sans stériliser les injections de monnaie nationale, ce qui renforce le risque d'influencer la perception de l'inflation par l'opinion, soit stériliser (totalement ou partiellement) ces interventions, avec un inévitable coût fiscal et un risque de dégradation de leur compte de patrimoine.

Encadré 1.1 Le contrôle des capitaux en tant qu'outil macroéconomique supplémentaire

« Les mesures de contrôle des capitaux sont non seulement dépourvues d'impact, elles augmentent de plus les taux d'intérêt internes. »

Ce type de déclarations contradictoires ne sont pas inhabituelles lorsque des personnes débattent sur ce sujet, en se fondant généralement sur des préjugés plus que sur les faits. Pour prendre un peu de hauteur, il convient d'orienter l'analyse autour de deux questions plus ou moins évidentes : *i)* ces mesures sont-elles efficaces (à savoir, affectent-elles le marché dans le sens souhaité), et, en cas de réponse affirmative, *ii)* sont-elles efficaces (à savoir, les bénéfices sont-ils supérieurs aux coûts)? Commençons ici par le début en abordant la première question à la lumière de l'expérience en matière de contrôles par l'impôt des entrées de capitaux.

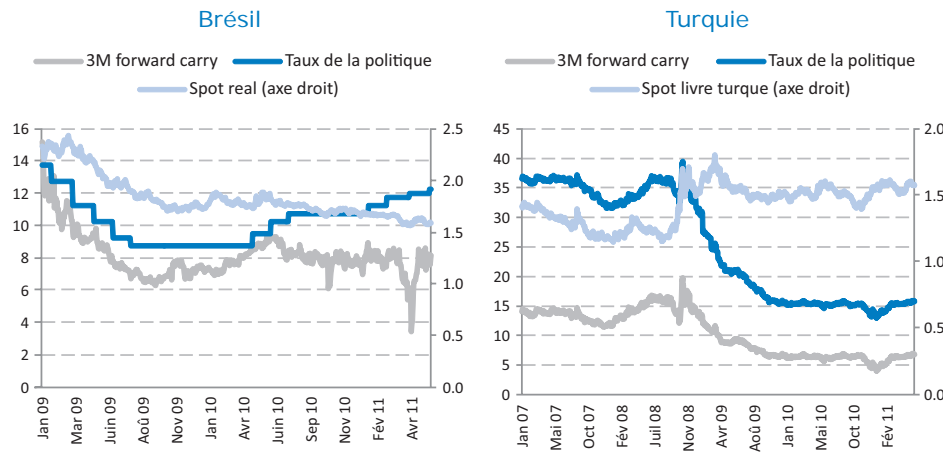
Traditionnellement associés à des ratios obligatoires de réserves non rémunérées (RNR), ces contrôles des entrées de capitaux, appliqués au Chili et en Colombie au cours des années 90, constituent en substance une variable de la taxe Tobin sur les mouvements internationaux de capitaux. Dans les faits, les autorités chiliennes avaient proposé l'option d'un impôt équivalent aux RNR à l'investisseur qui préférerait payer et libérer ses liquidités.

Les sceptiques avancent que des mesures de ce type n'ont pas empêché les entrées de capitaux ni l'appréciation des taux de change. Cet argument semble biaisé étant donné que l'on ignore quelles auraient été les entrées de capitaux et les appréciations en l'absence des contrôles. Pour quantifier ce que de tels contrôles ont pu introduire, il faut d'abord analyser le « désarbitrage », c'est-à-dire l'écart entre le taux local et le rendement espéré par l'investisseur étranger.

La façon la plus simple et naturelle d'évaluer l'effet des mesures de contrôle des capitaux consiste à mesurer les écarts de la parité couverte des taux d'intérêt, à savoir, la marge entre le différentiel des taux d'intérêt et la perte de change (ou le partage en monnaie locale que reçoivent les investisseurs internationaux)^a. Une étude indique que dans le cas du Chili, ce différentiel a oscillé entre 2% et 3% durant la période d'application des contrôles, pourcentage proche de la valeur équivalente de la taxe Tobin^b. Dans le cas plus récent de l'IOF (*Imposto sobre Operações Financeiras*), l'impôt brésilien sur les opérations financières, on aboutit à des conclusions similaires : un impôt de 6% sur les entrées de capitaux génère un écart de 6% entre le différentiel d'intérêt (qui s'obtient en calculant la différence entre le taux Selic – taux d'intérêt de référence du Brésil – et le taux à court terme, proche de zéro, des obligations des États-Unis) et le portage du réal (Figure 1.7, panneau de gauche). Le même comportement s'observe dans les cas de la livre turque (Figure 1.7, panneau de droite) ou du shekel israélien.

D'autre part, les contrôles sont effectifs car ils introduisent un péage sur les mouvements d'entrée et de sortie sur le marché national. Leur efficacité dépend du tarif de ce péage et du volume des mouvements. Ainsi, un impôt de 2% n'obtiendrait pas beaucoup plus qu'une réduction de 2% de la valeur des actifs locaux (monnaie nationale incluse); une augmentation de 10% aboutirait à un effet proportionnellement accru (bien que probablement non linéaire), tandis qu'un taux de 2% prévoyant de futurs ajustements (tel que celui récemment appliqué au Brésil) devrait atteindre un impact intermédiaire, étant donné qu'il joue sur les attentes des investisseurs spéculateurs à court terme.

Figure 1.7 Effets du contrôle des changes au Brésil et en Turquie



Source : Calculs de l'auteur d'après la base de données de Thomson Datastream.
<http://dx.doi.org/10.1787/888932553197>

En conclusion, les mesures de contrôle des capitaux ne sont pas dénuées d'impact, comme le prétendent ceux qui les rejettent, mais elles n'ont pas autant d'effets que l'affirment leurs défenseurs. Elles constituent au bout du compte un instrument de plus dans la boîte des outils macroéconomiques contre-cycliques, qui s'ajoute à la politique monétaire et fiscale, la régulation prudentielle ainsi que la politique des changes.

Source : Élaboré par Eduardo Levy Yeyati.

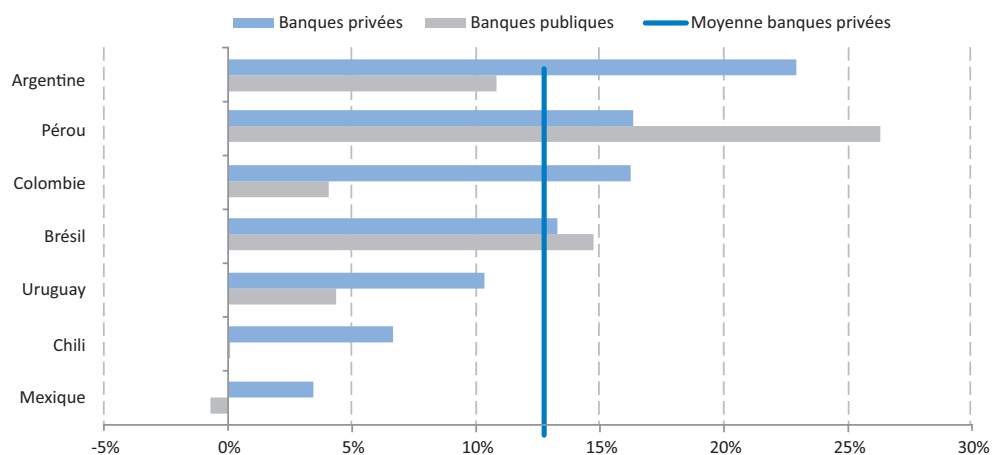
^a Du point de vue technique, la parité couverte implique que le portage de monnaies (ou bien de l'escompte à terme) doit être égal au différentiel d'intérêt majoré des coûts de transaction, qui incluent les impôts sur les mouvements internationaux de capitaux.

^b De Gregorio *et al.* (2000).

Un défi clef de la politique économique de nombreux pays de la région consiste à préserver la stabilité du système financier en cas d'une disponibilité accrue de fonds venant générer un boum de crédits bancaires ou d'éventuelles bulles sur certains marchés d'actifs. À ce propos, les cours des actions dans les bourses de plusieurs pays ont affiché une forte volatilité depuis le début de 2009.

Étant donné la rapide expansion du crédit, l'augmentation de la rentabilité du secteur financier dans certains pays (comme le Brésil) et la pression croissante en matière d'appréciation des taux de change qui s'exerce sur les monnaies de la région, il serait prudent que les autorités de certains pays adoptent des mesures visant à atténuer cette dynamique (Figure 1.8). Ces mesures pourraient inclure, par exemple, des augmentations des réserves et des ratios de capital imposés aux banques. Le Pérou a mis en vigueur à compter de juin 2010 des règles imposant une augmentation à 9% du taux de réserve minimal, une hausse du montant minimum des avoirs en compte courant des banques, un accroissement du taux de réserve marginale en sols et en devises étrangères, ainsi qu'un relèvement du taux de réserve pour les dépôts des établissements financiers non résidents (jusqu'à 120%).

Figure 1.8 Croissance du crédit réel dans sept pays d'Amérique latine, 2010
(Taux moyen)



1.5 Défis pour les politiques macroéconomiques

Pour éclairer les décisions politiques, il serait utile de déployer des efforts approfondis afin de comprendre la situation structurelle, en éliminant les effets transitoires du cycle économique et d'autres facteurs associés. Différents indicateurs économiques, tels que les soldes budgétaires, le rapport entre la dette et le PIB ou les qualifications de risque, tendent à être trop procycliques car ils sont très influencés par les performances de la croissance économique, le prix des produits de base et le taux de change réel²⁴. Il est donc fondamental de ne pas attribuer une influence excessive aux bons résultats qu'affichent des facteurs purement nationaux, et d'être prudent dans les pronostics sur la durée qu'aura la bonne situation en cours afin de s'autoriser une marge de manœuvre pour les politiques à mener.

La conception de politiques de stabilisation budgétaire en Amérique latine exige de différencier les chocs normaux, qui induisent des fluctuations circonstancielle autour d'une tendance, des chocs exceptionnels, susceptibles d'avoir des effets irréversibles et très durables. Lors de la conception de mesures budgétaires et fiscales concernant des événements exceptionnels, l'une des difficultés qui se pose est que, en raison de la faiblesse des mécanismes de stabilisation automatique dans les pays de la région, les mesures de lutte contre les chocs non circonstanciels exigent de disposer de grands pouvoirs discrétionnaires. Dans le cas d'un événement non conjoncturel, il est impossible de connaître à l'avance avec précision quelle sera la tendance du moment, et moins encore les mutations de la structure de l'économie et des formes de gouvernance qui pourraient être engendrées par le choc²⁵. Il est nécessaire d'établir la nature et les caractéristiques du choc pour déterminer le type de mesures de stabilisation à appliquer. À cet égard, il convient de faire la différence entre les politiques anticycliques, visant à lutter contre les écarts temporaires par rapport à la tendance existante, et les politiques d'ajustement macroéconomique qui traitent les conséquences de chocs permanents par une modification des règles, et dont l'objectif peut être de réduire structurellement une volatilité excessive, ou, en cas de déséquilibres multiples, de coordonner les décisions afin de replacer l'économie

dans un équilibre jugé meilleur qu'un autre²⁶. Dans le cas d'économies exportatrices de produits de base, des arguments similaires s'appliquent aux fluctuations des cours internationaux des exportations.

La récente crise financière internationale a mis en évidence l'importance de la politique budgétaire en tant qu'outil de stabilisation macroéconomique. La majorité des pays, y compris ceux qui ont enregistré des taux de croissance positifs en 2009, ont tenté de combattre la récession par des déficits fiscaux accrus, en partie générés par des mécanismes de stabilisation automatiques, mais surtout par l'engagement de mesures discrétionnaires, compte tenu de la faiblesse des premiers dans la région. Cela a permis d'élargir le consensus sur la légitimité du recours à un déficit budgétaire transitoire comme outil de stabilisation macroéconomique durant des périodes d'intense réduction de la demande. Une fois l'urgence passée, les stratégies de sortie de crise devraient inclure, entre autres, des objectifs de viabilité de la dette publique cohérents avec l'investissement public et avec les politiques sociales et de développement productif, elles-mêmes nécessaires pour accélérer la marche vers un développement durable²⁷.

Des règles budgétaires claires et contre-cycliques pourraient aider à réduire la volatilité agrégée et à élargir l'assiette de manière à augmenter les dépenses et l'investissement social nécessaires en vue d'éliminer les inégalités. Il est essentiel de ne pas limiter la politique budgétaire à un simple contrôle quantitatif des comptes publics (dette publique, dépenses ou déficit), et de se préoccuper de l'impact des finances publiques sur les objectifs cruciaux du développement. Les liens entre les aspects quantitatifs et qualitatifs de la politique budgétaire devraient être intégrés dans les critères de qualité des finances publiques, car cela permettrait d'assurer une utilisation efficace et efficiente des ressources publiques²⁸.

Il conviendrait de renforcer la crédibilité de la politique budgétaire en évitant des dépenses discrétionnaires excessives et en limitant avec responsabilité l'usage ; les responsabilités en matière budgétaire étant très exposées à la conjoncture économique et sociale, ainsi qu'aux compromis politiques. Des expériences récentes montrent que des règles rigides et indépendantes du cycle économique s'avèrent bien souvent complexes à mettre en œuvre, et qu'elles ont donc une faible crédibilité. L'utilisation d'un indicateur structurel du solde public complétant les informations issues du solde effectif constitue un principe directeur à recommander pour toute politique budgétaire. La coexistence transitoire entre les déséquilibres budgétaires et la stabilisation macroéconomique fait partie d'une stratégie à moyen terme qui tienne pour prioritaires les performances des indicateurs sociaux et du développement productif. La réalité montre qu'il existe des circonstances exceptionnelles qui nécessitent des politiques plus actives et discrétionnaires. Toute règle macrobudgétaire devrait rechercher un équilibre structurel ou un équilibre de l'endettement public à moyen terme, y compris pour les gouvernements des échelons territoriaux, ainsi que des clauses d'exception et à caractère transitoire à appliquer en cas de fluctuations macroéconomiques significatives. Bien que les règles budgétaires ne suffisent pas à garantir la crédibilité et la solvabilité des comptes publics, elles peuvent devenir un puissant outil contre-cyclique lorsqu'elles jouissent d'une crédibilité suffisante et qu'elles sont intégrées à l'architecture budgétaire des pays. Il est donc important de développer des mécanismes pour institutionnaliser les politiques budgétaires contre-cycliques et se prémunir d'éventuels excès de dépenses budgétaires discrétionnaires dans les périodes de prospérité²⁹.

Les fonds visant à stabiliser les recettes fiscales issues des exportations de ressources naturelles, dont les prix sont instables par nature, constituent un élément d'un cadre d'équilibre budgétaire. Bien gérés, de tels fonds peuvent contribuer à stabiliser les dépenses budgétaires normales, à rassembler des moyens de financement dans une conjoncture critique et à réguler l'offre de devises sur le marché des taux de change. Une administration adéquate de ces fonds exige une étroite coordination entre les autorités budgétaires et les responsables des changes. L'absence de fonds de ce type pourrait entraver l'atteinte d'un équilibre entre les objectifs liés à

l'environnement macroéconomique et ceux du développement durable, provoquant des déséquilibres entre différents objectifs tels que l'inflation, l'emploi, la qualité des exportations et la croissance.

En dépit de situations très variées, les pays d'Amérique latine et des Caraïbes se trouvent dans une période riche d'opportunités pour assurer une croissance plus forte et de meilleure qualité. Cela passe par des politiques coordonnées sur différents fronts, notamment sur le plan macroéconomique. L'histoire de la région indique que l'orientation de la politique macroéconomique est étroitement liée à la faiblesse et l'irrégularité du développement, aux limites de l'investissement dans le secteur productif et à une faible augmentation de la productivité. Une macroéconomie au service du développement devrait s'appuyer sur des politiques budgétaire, monétaire, de marchés des changes et de capitaux, de même qu'elle nécessite une gestion coordonnée de ces facteurs de la politique économique, afin que le contexte macroéconomique stimule la formation de capital, le développement productif, l'innovation et la création d'emplois de qualité.

Notes

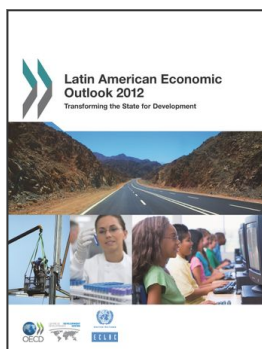
1. CEPALC (2011).
2. CEPALC (2010b et 2011).
3. Kacef (2009); OCDE (2008).
4. CEPALC (2010a); OCDE (2009); OCDE (2010b).
5. La République bolivarienne du Venezuela est une exception sur ce point.
6. CEPALC (2010b).
7. A l'exception de la République bolivarienne du Venezuela, où une chute est enregistrée, du Salvador et de la Colombie, la valeur des importations de biens de capital a connu des augmentations à deux chiffres dans les pays de la région. Les augmentations les plus importantes ont eu lieu en Argentine, au Chili, en Équateur, au Guatemala, au Honduras et au Paraguay.
8. A la différence de 2009, en 2010 l'investissement privé est la composante qui s'est le plus développé, selon les données disponibles sur la composition par secteur institutionnel dans les pays qui disposent d'informations trimestrielles (Mexique, Pérou et Uruguay).
9. OECD (2010a).
10. Blásquez *et al.* (2006).
11. Lederman, Olarreaga et Perry (2007).
12. Le coefficient de corrélation simple entre la croissance réelle du PIB en 2007 et 2010 et la participation de la Chine au commerce total de chaque pays est de 0.61, selon des estimations fondées sur la base de données statistiques des Nations Unies sur le commerce de marchandises (COMTRADE).
13. L'étendue de la variation des prix diffère considérablement en fonction des produits. L'on peut identifier quatre situations : *i*) augmentations soutenues pour les produits tropicaux (sucre, banane et café) et les matières premières non alimentaires (coton et caoutchouc); *ii*) à partir du deuxième semestre 2008, stabilisation 50% à 100% au-dessus de la moyenne de la période 2000-2005 pour les huiles comestibles et les produits à base de soja; *iii*) augmentation inférieure à 25% pour les produits carnés; *iv*) grande variabilité pour les céréales et les engrais. CEPAL, FAO et IICA (2010); OCDE (2010b).
14. OCDE (2010a).
15. CEPALC, FAO et IICA (2010).
16. Jiménez, Jiménez et Kacef (2008).
17. Néanmoins, les incertitudes de l'économie internationale et les signes d'une croissance plus faible de la demande – intérieure et extérieure – au début du deuxième semestre 2011 ont poussé la majorité des banques centrales de la région à adopter une position plus neutre, voire à réduire à nouveau les taux d'intérêt.
18. OCDE (2010b).
19. Les monnaies du Costa Rica, du Guatemala, du Paraguay et de l'Uruguay se sont appréciées par rapport à la moyenne des années 2000.
20. CEPALC (2011).
21. Caballero et Lorenzoni (2007).
22. Cárdenas et Levy Yeyati (2011).
23. Le Chili dispose d'instruments pour effectuer le contrôle des capitaux, mais ils ne sont pas utilisés.
24. Reisen et von Maltzen (1999).
25. Daude et Roitman (2011).
26. Fanelli et Jiménez (2009).
27. Carranza, Daude et Melguizo (2011).
28. ILPES (2011).
29. CEPALC (2010c).

Références

- BLÁSQUEZ-LIDOY, J., J. RODRÍGUEZ ET J. SANTISO (2006), « Angel or Devil? China's trade impact on Latin American Emerging Markets », *Documents de travail du Centre de développement de l'OCDE*, No. 252, Paris.
- CABALLERO, R. ET G. LORENZONI (2007), « Persistent Appreciations and Overshooting: A Normative Approach », *NBER Working Paper*, No. 13077, National Bureau of Economic Research.
- CÁRDENAS, M. ET E. LEVY YEYATI (2011), *Latin America Economic Perspectives : Shifting Gears in an Age of Heightened Expectations*, Brookings Institution, Washington, D.C.
- CARRANZA, L., C. DAUDE ET A. MELGUISO (2011), « Public Investment and Fiscal Sustainability in Latin America: Incompatible Goals? », *Documents de travail du Centre de développement de l'OCDE*, No. 301, Paris.
- CEPALC (COMMISSION ÉCONOMIQUE POUR L'AMÉRIQUE LATINE ET LES CARAÏBES) (2010a), *Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2009-2010*, (LC/G.2458-P), CEPAL, Santiago du Chili.
- CEPALC (2010b), *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, 2010*, (LC/G.2480-P), CEPAL, Santiago du Chili.
- CEPALC (2010c), *L'heure de l'égalité - Comblar les écarts, ouvrir de nouveaux chemins*, Trente-troisième session de la CEPALC, Brasilia, 30 mai-1 juin 2010, LC/G.2433(SES.33/4)..
- CEPALC (2010d), *Panorama Social de América Latina y el Caribe*, Libros de la CEPAL, novembre, Santiago du Chili.
- CEPALC (2011), *Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2010-2011*, CEPAL, Santiago du Chili.
- CEPALC, FAO (ORGANISATION DES NATIONS UNIES POUR L'ALIMENTATION ET L'AGRICULTURE) ET IICA (INSTITUTO INTERAMERICANO DE COOPERACIÓN PARA LA AGRICULTURA) (2010), « Volatilidad de precios en los mercados agrícolas (2000-2010): implicaciones para América Latina y opciones de políticas », *Boletín CEPAL/FAO e IICA*, No. 1.
- DAUDE, C. ET A. ROITMAN (2011), « Imperfect Information and Saving in a Small Open Economy », *IMF Working Paper* 11/60, Fonds monétaire international, Washington, D.C.
- DE GREGORIO, J., S. EDWARDS ET R. VALDÉS (2000), « Controls on Capital Inflows: Do They Work? », *Journal of Development Economics*, Vol. 63(1) : pp. 59-83.
- FANELLI, J. ET J.P. JIMÉNEZ (2009), « Crisis, volatilidad y política fiscal en América Latina », dans Kacef, O. et J.P. Jiménez (comp.), *Políticas macroeconómicas en tiempos de crisis: opciones y perspectivas*, CEPAL, Santiago du Chili.
- ILPES (2011), *Panorama de la gestión pública en América Latina. En la hora de la igualdad*, Instituto Latinoamericano y del Caribe de Planificación Económica y Social, Santiago du Chili.
- JIMÉNEZ, F., J.P. JIMÉNEZ ET O. KACEF (2008), « Volatilidad de los precios de productos energéticos y alimentarios: impacto macroeconómico y medidas de política en América Latina y el Caribe », Séminaire « Crisis alimentaria y energética: oportunidades y desafíos para América Latina y el Caribe », Santiago du Chili, 4 et 5 septembre 2008.
- KACEF, O. (2009), « Crisis y políticas públicas en América Latina y el Caribe », dans Kacef, O. et J.P. Jiménez (comp.) (2009), *Políticas macroeconómicas en tiempos de crisis : opciones y perspectivas*, (LC/W.275), CEPAL, Santiago du Chili.
- LEDERMAN, D., M. OLARREAGA ET G. PERRY (2007), « Latin America's response to China and India: overview of research findings and policy implications », *Revista de Economía y Estadística*, Université nationale de Córdoba, Faculté des sciences économiques, Institut de l'Économie et des finances, vol. 0(1), pp. 149-193.
- OCDE (2008), *Perspectives économiques de l'Amérique latine 2009*, Centre de développement de l'OCDE, Paris.
- OCDE (2009), *Perspectives économiques de l'Amérique latine 2010*, Centre de développement de l'OCDE, Paris.
- OCDE (2010a), *Perspectives du développement mondial 2010 : le basculement de la richesse*, Centre de développement de l'OCDE, Paris.

OCDE (2010b), *Perspectives économiques de l'Amérique latine 2011. Une région de classes moyennes ?*, Centre de développement de l'OCDE, Paris.

REISEN, H. ET J. VON MALTZEN (1999) « Boom and Bust and Sovereign Ratings », *International Finance*, vol. 2 (2), pp. 273-293.



Extrait de :
Latin American Economic Outlook 2012
Transforming the State for Development

Accéder à cette publication :
<https://doi.org/10.1787/leo-2012-en>

Merci de citer ce chapitre comme suit :

OCDE/Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes (2012), « Panorama macroéconomique », dans *Latin American Economic Outlook 2012 : Transforming the State for Development*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: <https://doi.org/10.1787/leo-2012-5-fr>

Cet ouvrage est publié sous la responsabilité du Secrétaire général de l'OCDE. Les opinions et les arguments exprimés ici ne reflètent pas nécessairement les vues officielles des pays membres de l'OCDE.

Ce document, ainsi que les données et cartes qu'il peut comprendre, sont sans préjudice du statut de tout territoire, de la souveraineté s'exerçant sur ce dernier, du tracé des frontières et limites internationales, et du nom de tout territoire, ville ou région. Des extraits de publications sont susceptibles de faire l'objet d'avertissements supplémentaires, qui sont inclus dans la version complète de la publication, disponible sous le lien fourni à cet effet.

L'utilisation de ce contenu, qu'il soit numérique ou imprimé, est régie par les conditions d'utilisation suivantes :
<http://www.oecd.org/fr/conditionsdutilisation>.