

CEPII

# L'économie mondiale 2009



***La Découverte***

9 bis, rue Abel-Hovelacque  
75013 Paris

### III / Économies émergentes et en développement

*Sylvain Bellefontaine, Jean-Raphaël Chaponnière, François Faure,  
Philippe Ferreira, Régis Galland, Victor Lopes, Valérie Perracino\**

#### **L'Asie face à l'inflation et au ralentissement américain**

Il y a vingt ans, lorsque les États-Unis éternuaient, l'Asie craignait d'attraper la grippe. En 2007, les États-Unis ont souffert de la grippe et l'Asie a réalisé une croissance record (8,5 %, moyenne pondérée). Restée vigoureuse au premier trimestre 2008 (8,2 %), elle fléchira légèrement sur l'ensemble de l'année. La crise financière n'a pas touché les banques asiatiques qui, à quelques rares exceptions, avaient montré peu d'appétence pour les « prêts structurés » qu'elles jugeaient trop sophistiqués. Elle a, en revanche, secoué les marchés financiers et, en élevant les primes de risque, elle a durci les conditions de financement, ce qui pose un problème aux pays ayant un déficit courant important (Vietnam, Pakistan).

La principale courroie de transmission du ralentissement américain est actuellement le commerce international. Depuis le quatrième trimestre 2007, les importations américaines d'habillement se sont légèrement contractées et, retournement du cycle du silicium aidant, celles d'électronique ont ralenti. Cette baisse est toutefois moins préoccupante que ne le laisseraient penser les taux d'ouverture très élevés des pays de la région (60 % du PIB en Chine, 170 % au Vietnam, 220 % en Malaisie)

---

\* Sylvain Bellefontaine (Amérique latine) est économiste à BNP-Paribas ; Jean-Raphaël Chaponnière (Asie) est économiste à l'AFD ; François Faure (Turquie) est économiste senior à BNP-Paribas ; Philippe Ferreira (Moyen-Orient), Régis Galland (Afrique du Nord) et Victor Lopes (Afrique subsaharienne) sont économistes pays émergents à la Société générale ; Valérie Perracino (Amérique latine) est économiste senior à BNP-Paribas.

ou la place des exportations vers les États-Unis dans le PIB (8 %, 14 % et 25 % respectivement). Du fait de la spécialisation électronique, les produits semi-finis occupent en effet une place considérable dans la structure du commerce de ces pays : la Chine exporte des produits fabriqués à partir de sous-ensembles produits en Thaïlande ou en Malaisie incorporant des puces coréennes, japonaises ou taiwanaises. Plus ces pays exportent, plus ils importent et leurs taux d'ouverture augmentent bien plus vite que la valeur ajoutée de leurs exportations rapportée au PIB. C'est ce rapport, bien plus faible que le taux d'ouverture (12 % contre 60 % en Chine), qui mesure l'impact des échanges sur la croissance. L'attention portée aux échanges ne doit pas occulter l'essentiel, à savoir le rôle de la demande domestique qui – à l'exception de la Corée, Taiwan et la Thaïlande – a tiré la croissance en 2007. Ce constat conduirait à minimiser l'impact du ralentissement américain si l'investissement, qui est parfois la principale composante de la demande (Chine, Vietnam), n'était en partie lié aux anticipations d'exportation. Aussi compte tenu du tropisme américain de l'Asie, l'évolution de la conjoncture aux États-Unis influencera les décisions d'investissement et la performance de 2009. Quant à la conjoncture 2008, elle est surtout marquée par la flambée des prix du pétrole et des produits alimentaires.

Dès le premier trimestre 2008, les inquiétudes suscitées par la conjoncture américaine ont été reléguées au second rang des préoccupations par l'envolée des prix alimentaires. Des révoltes de la faim au Japon en 1918 aux manifestations qui ont précipité le départ de Suharto en 1998, le prix du riz a toujours été un enjeu politique majeur en Asie. Son cours a triplé entre décembre 2007 et mai 2008. Son marché, très étroit, est dominé par une poignée d'exportateurs dont la Thaïlande et le Vietnam. Or, en février 2008, le Vietnam, anticipant une mauvaise récolte, a dénoncé ses contrats d'exportation. La Chine a réagi en imposant des quotas sur ses exportations, l'Inde et l'Indonésie les ont interdites pour éviter que les prix domestiques ne s'alignent sur les cours mondiaux. Ces mesures, en encourageant la spéculation des « marchands de riz » et les prises de position spéculatives des fonds d'investissement, ont eu le résultat inverse de celui escompté. Moins concernée par l'envolée des cours du riz, l'Asie du Sud a souffert de celle du blé. En interdisant l'exportation de blé, les autorités pakistanaïses ont aggravé la crise alimentaire en Afghanistan.

Le triplement du cours du riz n'a guère amélioré le sort des petits exploitants. Dépourvus de moyens de stockage, ils avaient vendu avant la hausse et ont acheté au prix fort le riz qu'ils consomment. En revanche, même si les bonnes récoltes au second semestre 2008 feront baisser les cours, ceux-ci pourraient se maintenir, dans les dix ans à venir, 20 % au-dessus de leur moyenne historique. Autosuffisante en riz et en blé, la Chine, qui concentre un cinquième des agriculteurs dans le monde sur un dixième des terres cultivables, n'a pas été directement touchée. Néanmoins, la modification du régime alimentaire la rend plus dépendante des importations – aujourd'hui le soja, demain le maïs pour l'alimentation du bétail. Les autorités qui s'en inquiètent encouragent les projets agro-exportateurs et signent des accords avec le Mexique, Cuba, le Kazakhstan, le Laos, les Philippines et l'Australie.

L'envolée des cours du baril s'est accompagnée du triplement de ceux du charbon (depuis juin 2007) qui est le principal combustible des centrales électriques. En Chine, en Inde, en Indonésie et au Vietnam, les sociétés minières le facturent à des prix très inférieurs aux cours mondiaux, et ailleurs (Pakistan, Chine) les sociétés d'électricité n'ont pas répercuté la hausse sur le tarif du kilowattheure. Quant à l'augmentation du prix du pétrole, elle n'a été que partiellement transférée aux consommateurs. Les Malaisiens sont les plus protégés. Un mois après les élections (avril 2008), le Premier ministre a annoncé une augmentation substantielle des prix (40 %) et fustigé la politique « tout voiture » de son prédécesseur, Mahatir. En dépit de cette hausse, le prix de l'essence (0,5 euro le litre) est le plus bas d'Asie et la subvention coûte au budget de l'État 7 points de PIB. En Indonésie, le prix du fioul n'avait pas varié depuis que son doublement avait provoqué une « mini crise » en 2005 mais, à un an des élections, le gouvernement s'est résigné à l'augmenter de 30 %. La subvention restante (3 points de PIB) bénéficie surtout aux plus riches (10 millions d'automobilistes) et, dans une moindre mesure, aux plus pauvres qui utilisent le kérosène pour cuisiner. Pour pallier cette injustice, le gouvernement procède à un transfert en cash de 1,5 milliard de dollars. En Chine, l'augmentation de seulement 18 % du prix du carburant a été assortie d'une aide (2,9 milliards de dollars) aux professions les plus exposées. Au Pakistan où la subvention au fioul mobilise un cinquième des dépenses budgétaires, le gouvernement hésite à la réduire de peur d'accélérer l'inflation. En pratiquant ces subventions, les pays asiatiques retardent l'ajustement de leur

consommation, alors que leurs intensités énergétiques sont déjà très élevées. La Chine, l'Inde, l'Indonésie et le Pakistan ont des niveaux de consommation, en tonnes d'équivalent pétrole par point de PIB, bien plus élevés que l'Europe.

Conséquence de la flambée des cours du baril, la hausse des coûts de transport commence à éroder la compétitivité des exportations asiatiques. Le prix du transport d'un conteneur entre la Chine et la côte ouest des États-Unis a triplé entre 2000 et 2008 et, vu des États-Unis, il est désormais plus rentable de fabriquer de l'acier sur place plutôt que d'exporter du minerai en Chine et d'importer des produits sidérurgiques.

La hausse du prix des matières premières a contribué au doublement de l'inflation qui est passée de 3,5 % en avril 2007 à 6,8 % en avril 2008 (moyennes pondérées par le PIB). Mesurée en glissement annuel, la hausse des prix approche 10 % en Thaïlande et les dépasse en Indonésie et aux Philippines (juin 2008) ; elle atteint 20 % au Pakistan, 25 % au Cambodge et au Vietnam ; l'inflation sous-jacente est élevée en Indonésie (8,7 % en mai), à Singapour (6,8 %) et aux Philippines (6,2 %). Elle a été plus modérée dans les pays dont la monnaie s'était, en 2007, le plus appréciée vis-à-vis du dollar (Malaisie, Taiwan). Mais l'appréciation des monnaies a été interrompue par le retournement des balances courantes dans les pays les plus affectés par l'alourdissement de la facture pétrolière. Après un excédent record en 2007 (6 % du PIB), la Thaïlande affiche un déficit au premier trimestre 2008 et la parité dollar/baht est revenue au niveau de janvier 2007. En Corée, pour la première fois depuis 1997, la balance courante sera dans le rouge en 2008 ; le départ des fonds étrangers a fait chuter le Kospi et ramené la parité won/dollar à son niveau de novembre 2004. Au Pakistan, où le déficit courant est inquiétant (7 % du PIB en 2008), la roupie a perdu 10 % par rapport au dollar entre janvier et juin. Dans ces pays, les banques centrales qui, jusqu'en décembre 2007, intervenaient pour limiter la hausse de leur monnaie, vendent désormais du dollar pour en freiner la baisse et limiter l'inflation importée.

L'inflation sanctionne également le laxisme des banques centrales qui ont tardé à réagir. Aux Philippines, la Banque centrale a attendu que l'inflation approche les 10 % pour relever son taux, resté inchangé depuis 2005. La Banque d'Indonésie qui avait diminué son taux à moins de 8 % en décembre 2007 pour donner un coup de pouce à la croissance, l'a remonté trois mois plus tard pour lutter contre l'inflation. Au Pakistan, la Banque

centrale a porté son taux à 12 %. Néanmoins, selon l'UBS, les taux d'intérêt réel restent négatifs en Asie en 2008 et, dans les mois à venir, le durcissement des conditions de crédit contribuera au ralentissement.

2008, année des Jeux olympiques en **Chine**, est le trentième anniversaire des Quatre Modernisations. Plus d'un Chinois sur deux n'a pas connu la période maoïste et au cours de ces « trente glorieuses » son revenu, mesuré en parité de pouvoir d'achat (PPA), a été multiplié par neuf pour se situer (en moyenne) un peu au-dessus du Maroc, et non de la Tunisie comme on l'estimait jusqu'en 2007. En effet, l'actualisation du panier de biens et services, qui sert de base à l'évaluation des taux de change de PPA, a révélé une moindre distorsion entre prix chinois et prix internationaux. Le revenu en PPA s'en est trouvé réduit de 40 %. Alors que ce résultat donne des arguments aux autorités chinoises opposées à une réévaluation du renminbi, son rythme d'appréciation par rapport au dollar s'est accéléré de 6 % en 2007 à 7 % sur les six premiers mois de 2008. Le ralentissement de la croissance des exportations vers les États-Unis est compensé par une accélération des ventes vers l'Union européenne (+ 27 %) qui est devenue leur premier débouché.

En dépit de l'envolée des cours des produits importés, l'excédent courant chinois restera considérable en 2008 (10 % du PIB après 11 % en 2007). À cet excédent s'ajoute une entrée massive de capitaux spéculatifs, induite par les anticipations d'appréciation de la monnaie chinoise, qui explique le gonflement des réserves : + 280 milliards de dollars au premier semestre 2008, après + 462 milliards en 2007, que la Chine continue d'investir en bons du Trésor américain. Le coût de ce placement augmente avec la baisse des taux de la Fed et rend plus urgent un redéploiement vers d'autres actifs. Le Mofcom (ministère du Commerce) veut porter les IDE chinois à 60 milliards de dollars par an en 2010 et l'État a créé un fonds souverain doté de 100 milliards de dollars, lequel a saisi l'opportunité de la crise des *subprimes* pour entrer au capital de Citygroup, Morgan Stanley, UBS... et de Blackstone, le principal fonds d'investissement américain.

Après le record de 2007 (11,9 %), la croissance a légèrement ralenti au premier trimestre 2008. Le séisme qui a endeuillé une province pauvre n'aura qu'un faible impact sur la croissance qui pourrait se mesurer à deux chiffres pour la sixième année consécutive. L'accélération de 2007 s'est accompagnée d'un début d'infléchissement du régime de croissance avec une contribu-

tion plus forte de la consommation. En même temps, la hausse des prix à la consommation s'est accélérée pour atteindre 8,5 % en avril 2008. Si elle n'inquiète pas la Banque de Chine qui suit l'inflation sous-jacente, beaucoup plus modérée (2,5 % en juin), cette accélération inquiète le gouvernement qui en redoute les conséquences sociales. La lutte contre l'inflation passe par une appréciation plus forte du yuan.

L'appréciation du change, les hausses de salaires, la suppression de l'avantage fiscal accordé aux filiales d'entreprises étrangères et l'adoption d'une nouvelle législation du travail expliquent le départ de certaines entreprises asiatiques. Une enquête de Booz Hamilton évalue à 20 % – près de 20 000 entreprises – le pourcentage des PMI hongkongaises, taiwanaises et coréennes implantées dans le delta de la rivière des Perles qui envisagent de déménager à l'ouest de la Chine ou ailleurs en Asie. Ces départs contribueront au rééquilibrage régional et accéléreront la restructuration vers des activités à plus forte valeur ajoutée. Ce sont de bonnes nouvelles pour l'Asie, à commencer par le Vietnam.

En 2007, année de son adhésion à l'OMC, le **Vietnam** a battu son record de croissance (8,3 %) et d'attractivité avec 20 milliards de dollars de projets étrangers (30 % de plus qu'en Thaïlande). Mais en dépit d'une forte progression des exportations, le déficit courant s'est creusé. L'afflux de capitaux non stérilisés a contribué à l'emballement du crédit qui a financé l'investissement (44 % du PIB), la spéculation boursière jusqu'en mars 2007 et immobilière ensuite. La Banque d'État du Vietnam (BEV) a maintenu l'ancrage au dollar et le dong ne s'est que légèrement apprécié entre août 2007 et mars 2008. Cette stratégie a contribué à alimenter l'inflation : la hausse des prix a dépassé 10 % à partir d'octobre et 20 % depuis mars 2008. Le gouvernement a tardé à réagir et les Vietnamiens ont brutalement perdu confiance dans le dong : au premier trimestre, le Vietnam était le premier importateur mondial de lingots d'or ! En mai, le Premier ministre a décidé d'un plan d'austérité assorti d'un blocage des prix des biens essentiels, la BEV a porté son taux d'intervention à 14 % et a dévalué le dong de 2 %. Si ces mesures ont freiné la croissance et les importations, elles tardent à restaurer la confiance : le dong est décoté de 10 % au marché noir. Au premier semestre 2008, l'emballement des importations – tirées par les achats d'équipement – a creusé le déficit commercial (53 % du PIB, non saisonalisé au lieu de 20 % en 2007). Toutefois, à moins d'une baisse des transferts des Viêt kiêu, le

Vietnam devrait réussir à financer son déficit courant (autour de 15 % du PIB) en 2008. Car si les investissements de portefeuille ont chuté, il attire les IDE – les projets approuvés ont triplé au premier semestre 2008. En revanche, la hausse des taux et le dégonflement de la bulle immobilière fragilisent les banques privées les plus récentes.

En **Inde**, pour les mêmes raisons qu'en Chine, la révision du taux de change de PPA a diminué de 40 % l'estimation du revenu par tête qui a été ramené au niveau de celui du Soudan. Cette révision coïncide avec un début d'infléchissement de la croissance, après trois années à un « rythme chinois ». Importatrice nette de céréales depuis 2006, l'Inde a souffert de la conjoncture agricole. Après le relèvement du prix de soutien au blé, plus de surfaces ont été ensemencées mais l'accroissement de l'offre n'a pas répondu à l'augmentation de la demande. Les rendements sont très en deçà de ceux des autres pays asiatiques. L'Inde, qui a longtemps délaissé son agriculture, a besoin d'une nouvelle Révolution verte. Conséquence de l'envolée des prix des céréales, du pétrole et des oléagineux – elle importe 40 % de sa consommation –, la hausse des prix à la consommation a atteint 8,4 % en mai 2008 et l'érosion de la roupie pourrait la porter à 10 % avant le ralentissement qui devrait suivre la bonne récolte. Cette poussée de l'inflation a contraint la Reserve Bank of India (RBI) à changer de stratégie et, après être intervenue sur le marché des changes pour freiner l'appréciation de la roupie en 2007, elle a relevé son taux d'intérêt à 8 %. Ce durcissement coïncide avec un infléchissement de la croissance. Depuis le dernier trimestre 2007, la production industrielle augmente de 6 % l'an, un ralentissement plus marqué que celui du PIB (8,8 % au premier trimestre 2008 après 9 % en 2007). L'investissement qui a représenté 30 % du PIB en 2007 – un record pour l'Inde – ralentit et la baisse des subventions aux carburants (3 % du PIB en 2008 dont une grande partie hors budget) freinera la consommation. La croissance 2008/2009 devrait ralentir à 8 %.

Avec 55 millions de salariés, le textile-habillement est, après l'agriculture, le second employeur. Handicapées par l'appréciation de la roupie en 2007, ses exportations souffrent de la concurrence du Vietnam et du Bangladesh et se réorientent vers le Moyen-Orient. Alors que les exportations de l'industrie légère ont des difficultés, celles de produits sophistiqués progressent rapidement et les projets de Tata et de Nissan (avec Bajaj) témoi-

gnent du potentiel indien sur le marché mondial des voitures bon marché. Les exportations de services informatiques sont, quant à elles, affectées par le ralentissement américain (60 % des ventes) et, renchérissement de la facture pétrolière aidant, le déficit courant se creusera (4 % du PIB en 2008). La chute du Sensex (-29 % en dollars depuis janvier 2008), qui a accompagné les sorties de capitaux, a provoqué l'érosion de la roupie qui a perdu 10 % vis-à-vis du dollar en 2008. Si les entreprises indiennes ont plus de difficulté à lever des fonds, l'Inde continue d'attirer les investissements directs étrangers.

### **Amérique latine : un découplage inhabituel par rapport au cycle américain**

Les économies d'Amérique latine, qui surréagissent habituellement dans les phases de ralentissement du cycle américain, ont fait preuve d'une résistance remarquable au cours de l'année écoulée. La croissance régionale s'est établie à 5,4 % en 2007, une performance comparable à celle de 2006 et nettement supérieure à celles enregistrées en moyenne au cours des vingt dernières années. Au Brésil et en Argentine, l'activité a même accéléré tout au long de l'année 2007, affichant des rythmes de progression record au quatrième trimestre (9,2 % en glissement annuel en Argentine et 6,2 % au Brésil). En Colombie et au Venezuela, la croissance est également restée supérieure à 7 % sur l'ensemble de l'année 2007. Seul le Mexique, plus dépendant des importations américaines et plus exposé à la concurrence des autres pays émergents par sa spécialisation industrielle, a connu une année 2007 décevante, avec une croissance de 3,2 %. Dans la plupart des autres pays de la région, la progression du volume des exportations est restée sur des rythmes sensiblement équivalents à ceux observés en 2006, tandis que la demande intérieure continuait à accélérer et s'affirmait comme le principal moteur de la croissance.

#### *Une contagion financière limitée jusqu'à présent*

Même les canaux de transmission financiers, par lesquels les fluctuations cycliques dans les pays industrialisés ou les crises financières survenues en d'autres points du globe se sont par le passé si souvent propagées aux pays d'Amérique latine, ne semblent pas avoir joué de rôle significatif cette fois. Bien que la

zone soit dans l'ensemble plus intégrée au système financier mondial qu'il y a quelques années, aucun phénomène de contagion massif n'a encore été observé suite à la crise des *subprimes*.

Quelques mouvements de recomposition de portefeuille de la part des non-résidents ont bien été observés un peu partout mais, parmi les grands pays de la zone, seuls l'Argentine, le Venezuela et le Chili ont connu des sorties nettes de capitaux sur l'ensemble de l'année 2007. Encore ces mouvements peuvent-ils difficilement être comparés aux phénomènes de « *sudden stop* » qui ont violemment affecté les pays de la zone au cours des vingt dernières années. Ils ont en effet été essentiellement la conséquence d'acquisition d'actifs à l'étranger par les résidents et non d'un brutal reflux des capitaux investis par les non-résidents au cours des années précédentes. Dans chacun des trois pays, leur impact a été atténué par l'importance des entrées nettes de devises enregistrées au titre du compte courant, de sorte que les pressions à la baisse sur le change ou sur les réserves accumulées par les banques centrales sont restées limitées et ponctuelles. Dans tous les autres pays, les entrées de capitaux ont continué à nourrir des excédents substantiels du compte financier, atteignant parfois des montants records (environ 8,5 % du PIB au Brésil et en Colombie) et se révélant un puissant facteur d'appréciation des devises.

Cette absence de contagion financière se reflète très nettement dans l'évolution des marchés de capitaux locaux. Bien sûr, les marchés boursiers régionaux ont enregistré des corrections entre la mi-juillet et la mi-août 2007 puis entre la mi-janvier et la mi-février 2008, suite aux évolutions observées sur les places boursières des pays industrialisés. Toutefois, ces soubresauts ont été temporaires et n'ont, dans l'ensemble, pas empêché les capitalisations boursières de se maintenir à des niveaux très élevés, souvent même supérieurs à ceux observés fin 2006. Au Brésil, l'indice Bovespa a ainsi gagné plus de 40 % entre la fin 2006 et la mi-juin 2008, reflétant à la fois une progression des valorisations et un nombre record d'émissions primaires en 2007. Avec une capitalisation supérieure à 1,4 trillion de dollars (près de 100 % du PIB brésilien) en juin 2008, la bourse de São Paulo apparaît désormais comme l'une des principales places financières émergentes.

Sur les marchés obligataires, les écarts entre les *spreads* sur la dette des différents États de la zone se sont renforcés, indiquant une discrimination accrue du risque de la part des investisseurs. Toutefois, les tensions sont dans l'ensemble restées très modérées. Même en Argentine et au Venezuela, où les marchés de la dette

souveraine ont été de loin les plus pénalisés, la hausse des primes de risque sur les titres de dette publique libellés en dollars, telle que mesurée par l'EMBI+, n'a pas dépassé les 360 points de base.

Les pays d'Amérique latine ne semblent pas davantage avoir eu à souffrir d'un brutal rationnement du crédit bancaire. Les encours de prêts alloués par les banques non-résidentes ont continué à progresser à vive allure et aucune pression majeure sur la liquidité des banques locales n'a porté un brutal coup d'arrêt au dynamisme du crédit domestique. Même les tensions observées à l'été 2007 sur le marché interbancaire argentin, suite aux mouvements de recomposition des dépôts bancaires, se sont avérées sans lendemain.

#### *Amélioration des fondamentaux et facteurs exogènes favorables*

Plusieurs éléments devraient continuer à atténuer les effets de la crise des *subprimes* et du ralentissement américain dans les mois à venir ou tout au moins limiter les risques qu'ils ne conduisent à des ajustements aussi brutaux que ceux qui ont fait des années 1998-2003 une « demie décennie perdue » de la croissance. Les fondamentaux des principales économies de la zone se sont considérablement améliorés au cours des dernières années, en liaison avec des politiques monétaire et budgétaire responsables. Il y a notamment lieu de penser que l'impact des variations nominales du change sur les anticipations d'inflation et sur les salaires est globalement plus réduit que par le passé, du fait de la crédibilité qu'ont acquise les banques centrales. La vulnérabilité des finances publiques aux chocs externes paraît également plus faible qu'à la fin de la décennie 1990 : le maintien de surplus primaires ou même globaux significatifs a en effet ramené les ratios d'endettement public à des niveaux plus soutenables relativement aux revenus. Parallèlement, une politique active de gestion de la dette a atténué la sensibilité des finances publiques aux chocs de change et de taux : la part de la dette en devises a été fortement réduite, tandis que les titres indexés sur le change ou sur les taux d'intérêt domestiques ont été en partie remplacés par des titres à taux fixes. Par ailleurs, les banques affichent des bilans nettement moins dollarisés qu'il y a quelques années et des ratios prudentiels sensiblement meilleurs. Elles ont essentiellement axé leur développement sur le marché domestique et n'ont, pour l'instant, pas fait état d'une exposition directe aux actifs risqués qui sont au cœur de

la crise des *subprimes*. Enfin, les excédents courants et l'afflux de capitaux externes enregistrés au cours des dernières années ont permis aux banques centrales d'accumuler des réserves de change qui assurent une couverture satisfaisante du passif externe des différents agents.

Toutefois, il serait illusoire de penser que les canaux de transmission réels et financiers par lesquels les évolutions du cycle mondial se propagent au sous-continent ont cessé de fonctionner ou que la zone est durablement à l'abri de tout choc externe. En effet, la résistance dont ont fait preuve les économies latino-américaines au cours de l'année écoulée n'est pas seulement due à une amélioration structurelle de leurs fondamentaux, mais aussi à des facteurs exogènes dont il n'est pas sûr qu'ils soient pérennes. La forte hausse, en volume, et surtout en valeur, qu'a connu cette année encore le commerce mondial de matières premières apparaît difficilement extrapolable. Or la plupart des pays de la zone sont exportateurs nets de ces produits. Certes, les cours des produits de base devraient rester à des niveaux élevés au cours des prochaines années. Longtemps malédiction, la spécialisation de la plupart des pays de la zone, Mexique excepté, sur les matières premières ou sur les secteurs intensifs en matières premières demeurerait donc une source d'importants revenus en devises. Toutefois, une poursuite de la progression des cours et du volume de la demande mondiale aux rythmes observés ces dernières années apparaît peu probable. L'envolée des prix de l'alimentation et de l'énergie a en effet créé des tensions inflationnistes dans la plupart des pays, laissant attendre une modération de la croissance dans le reste du monde émergent, qui n'avait jusqu'alors pas fléchi en dépit du ralentissement de l'économie américaine. Cet environnement externe moins favorable devrait peser sur la croissance des pays latino-américains dont le découplage par rapport à la conjoncture américaine a sans doute avant tout été le reflet du dynamisme persistant des autres zones émergentes.

*Des tensions inflationnistes et une volatilité financière qui pourrait se renforcer*

Le ralentissement de la croissance pourrait être d'autant plus prononcé que les économies latino-américaines elles-mêmes n'ont pas été épargnées par les tensions inflationnistes. Certes, les pays de la région ont pu, plus que ceux qui étaient importa-

teurs nets de produits de base, atténuer l'impact de l'envolée des prix agricoles et du pétrole sur les prix à la consommation *via* des mesures de restriction des exportations, de subvention et/ou de contrôle des prix. Néanmoins, dans tous les pays de la zone, l'inflation a fortement accéléré, tirée par les prix de l'énergie et de l'alimentation, mais aussi par des tensions croissantes sur les capacités de production.

Ces contraintes d'offre révèlent une nouvelle fois la faiblesse des taux de croissance potentielle des économies latino-américaines, qui restent contraints par des inégalités fortes, un développement insuffisant des infrastructures et des taux d'investissements encore faibles, en dépit des améliorations enregistrées au cours des dernières années. Dans deux pays, l'Argentine et le Venezuela, des politiques économiques très procycliques ont créé une situation de surchauffe qui se traduit par des taux d'inflation à deux chiffres, des pénuries et une envolée des importations, laissant craindre des ajustements très brutaux à terme. Dans les autres grands pays de la zone, les tensions sont plus modérées, mais les banques centrales ont dû remonter leurs taux pour refroidir la demande intérieure et préserver leur crédibilité. Le cycle vertueux – baisse des taux d'intérêt réels, accroissement du crédit bancaire, vive croissance de la demande et expansion des capacités de production – observé au cours des dernières années touche donc sans doute à sa fin.

Par ailleurs, les évolutions des monnaies des principaux pays de la zone pourraient être moins favorables dans les mois à venir, même si les réserves en devises accumulées par les banques centrales et l'amélioration des fondamentaux ont fortement réduit la probabilité de voir survenir des crises de change majeures. Les taux de change effectifs réels des principaux pays de la région ont en effet souvent atteint des niveaux où la compétitivité commence à se dégrader, soit que les monnaies se soient fortement appréciées en termes nominaux (Brésil, Chili, Colombie) en dépit des interventions des banques centrales, soit que l'inflation ait fortement accéléré (Argentine, Venezuela). Surtout, les monnaies de la plupart des pays sont à présent davantage dépendantes des évolutions du compte financier et pourraient donc s'avérer plus volatiles dans les mois à venir. Partout la vive progression de la demande intérieure s'est en effet traduite par une envolée des importations, érodant les excédents du compte courant. Le Brésil a récemment rejoint la Colombie et le Mexique dans le groupe des pays qui enregistrent des déficits courants tandis que les excé-

dents de l'Argentine et du Chili se sont réduits. Seul le Venezuela affiche encore des excédents records dans un contexte où les prix du pétrole ont dépassé les 140 dollars par baril.

L'afflux de capitaux qu'ont enregistré les pays latino-américains au cours des dernières années est certes en partie le reflet de facteurs structurels qui devraient perdurer : amélioration des fondamentaux qui a réduit les risques encourus par les investisseurs étrangers, perspectives de rendements élevés dans les secteurs liés aux matières premières et taux d'intérêt structurellement plus élevés que ceux observés dans les pays industrialisés. Toutefois, ces fortes entrées de capitaux ont également été le reflet d'anticipations autoréalisatrices d'appréciation du change qui peuvent très bien se retourner, en particulier si la croissance venait à fléchir dans un contexte de dégradation de la compétitivité et d'accélération de l'inflation. Enfin, le risque politique n'a pas disparu de la zone et peut également conduire à de brutaux mouvements de recomposition de portefeuille de la part des investisseurs étrangers comme des résidents. Les tensions ont ainsi été plus fortes que jamais cette année entre la Colombie et le Venezuela. Dans ce dernier pays, la volatilité de l'environnement législatif réduit, du reste, fortement la visibilité et le projet de réforme constitutionnelle rejeté par référendum début décembre a pu faire craindre un temps une poursuite de la radicalisation du régime. Les tensions politiques restent fortes et pourraient entraîner des troubles graves si les pénuries de biens alimentaires venaient à s'accroître dans un contexte de surchauffe. En Argentine également, le récent mouvement de grève du secteur agricole a montré les dissensions que suscitaient les choix de redistribution du gouvernement de Christina Kirchner, qui taxe lourdement les exportations agricoles pour continuer à subventionner l'économie. Enfin, partout, la hausse des prix alimentaires fragilise les populations les plus pauvres, en particulier en milieu urbain. Même si la situation alimentaire est moins grave que dans beaucoup d'autres pays émergents, africains notamment, les choix de politique économique pourraient s'en trouver lourdement affectés. L'avenir est donc loin d'être sans embûche, ni incertitude pour les pays de la zone dont il n'est pas sûr qu'ils soient engagés sur un sentier de croissance suffisamment élevé et pérenne pour assurer une amélioration des conditions de vie du plus grand nombre.

### **Russie : la surchauffe ?**

La croissance russe, très élevée en 2007 (8,1 %), s'est encore accélérée au premier trimestre 2008 (8,7 %). La demande intérieure, nourrie par d'importants gains de termes de l'échange (20 % en 2008) et de fortes entrées de capitaux, en est le principal moteur. La croissance de l'investissement a été particulièrement soutenue en 2007 (21 %), celle de la consommation des ménages a bénéficié d'une progression très rapide des salaires réels et des crédits bancaires. Les secteurs de la construction et des services (commerce et services financiers) sont restés les plus dynamiques, suivis par les industries de transformation tournées vers le marché intérieur. En revanche, les industries extractives continuent de voir leur croissance installée à des niveaux modestes.

Grâce à l'envolée du prix des hydrocarbures, les soldes budgétaire et extérieur sont toujours largement excédentaires. Le premier s'est cependant réduit, passant de 7,4 % du PIB en 2006 à 5,5 % en 2007 ; la perspective de l'élection présidentielle, aussi attendu qu'en ait été le résultat, a occasionné une augmentation des dépenses, notamment d'ordre social. Quant à l'excédent courant, il reste considérable (78 milliards de dollars, 5,9 % du PIB en 2007), en dépit d'une forte croissance des importations de biens et services (+ 27 % en volume en 2007). À cet excédent courant s'ajoute un excédent du compte financier particulièrement élevé en 2007 : les flux de capitaux étrangers ont sensiblement augmenté, témoignant de l'intérêt des milieux industriels et financiers internationaux pour la Russie, en particulier pour ses industries extractives. Au total, les réserves de change ont progressé de près de 150 milliards de dollars en 2007. Début juin 2008, elles atteignaient 547 milliards de dollars.

Avec la forte progression de la demande, l'économie russe est menacée de surchauffe. Sur le premier semestre 2008, la hausse des prix à la consommation a atteint 8,7 % et l'inflation sous-jacente 6,7 %. La hausse des prix des produits alimentaires, dont une grande partie est importée, s'est établie à 11,6 %, en dépit des mesures prises pour la limiter : de la fin de l'année 2007 au 1<sup>er</sup> mai 2008, les prix des produits alimentaires de base ont été bloqués, et les tarifs à l'exportation de certains biens alimentaires ont été relevés pour limiter l'impact de la crise alimentaire mondiale sur les ménages russes les plus pauvres. Sur l'ensemble de l'année 2008, l'inflation atteindrait 14 %, soit une accélération sensible par rapport à 2007 (11,9 %). Il faut dire qu'en 2007

la politique monétaire s'est davantage préoccupée de la stabilité du change que de celle des prix, dans un contexte de progression très nette des entrées de capitaux. Les interventions de la Banque centrale pour enrayer l'appréciation du rouble n'ont pas été entièrement stérilisées et ont conduit à une progression sensible de la masse monétaire. Cette liquidité accrue est venue s'ajouter aux pressions déjà exercées sur les prix par l'envolée des cours des produits alimentaires et par les tensions sur les capacités de production. Les taux d'utilisation des facteurs capital et travail sont très élevés, les salaires réels progressent nettement plus vite que la productivité (16 % contre moins de 6 % en 2007), les importations connaissent une croissance particulièrement forte et les infrastructures peinent à satisfaire les besoins.

Dans ce contexte où la croissance effective est supérieure à la croissance potentielle, la gestion macroéconomique est délicate : il s'agit de refroidir l'économie sans compromettre les perspectives de croissance à moyen terme. Ceci devrait à coup sûr passer par une politique budgétaire moins laxiste ; le budget triennal adopté début 2008, qui envisage un excédent réduit à 1 % du PIB en 2009-2010 contre 3 % en 2008, n'en prend pas le chemin. Ce freinage passe aussi par une politique monétaire plus restrictive. De ce point de vue, les mesures adoptées début 2008 (augmentation du taux de refinancement auprès de la Banque centrale et des réserves obligatoires) vont dans le bon sens. Il en va de même de la poursuite d'une politique prudente de gestion de la rente pétrolière afin d'éviter une appréciation réelle du rouble excessive ; en février 2008, le Fonds de stabilisation ayant dépassé les 10 % du PIB, il a été scindé en un Fonds de réserve, mobilisable en cas de chute du prix des hydrocarbures, et un Fonds pour le bien-être national. Ces mesures sont toutefois jugées trop timides par les institutions financières internationales qui souhaiteraient en outre qu'une gestion plus flexible du change soit adoptée.

L'attention portée à la conjoncture ne doit pas faire oublier que la question de la croissance et du rattrapage à moyen et long termes reste essentielle pour la Russie. À cet égard, certains experts, tel Viktor Ivanter, considèrent que la hausse des salaires et des dépenses publiques constitue une condition essentielle de la croissance. C'est dans cette perspective de moyen terme qu'il convient aussi d'envisager la façon dont sont gérées les tensions qui se manifestent dans le champ du court terme. Il y a en effet un lien indéniable entre les causes de la surchauffe et les fragili-

tés profondes de la Russie : insuffisant niveau de l'investissement, obsolescence des infrastructures et faible diversification du tissu industriel, recul démographique, inachèvement des institutions..., problématiques évoquées de façon récurrente dans les analyses consacrées à l'évaluation de la « transition » russe. De ce point de vue, 2007 et 2008 témoignent d'une certaine continuité dans les discours et dans les mesures prises. On rappellera à cet égard l'insistance mise par le nouveau président, alors qu'il n'était que Premier ministre, sur les priorités de son action, résumées dans un slogan mobilisateur, celui des quatre « I » : Institutions, Innovation, Infrastructures, Investissement. On soulignera également qu'une des formules par lesquelles il a attiré l'attention des observateurs est celle du combat contre le « nihilisme juridique », référence évidente aux critiques faites à la Russie quant aux dysfonctionnements institutionnels et comportementaux. On soulignera enfin que l'action structurelle de l'État, qui avait déjà marqué les années 2006 et surtout 2007, se poursuit en 2008. Ainsi, les « projets nationaux » visant à améliorer la santé publique, l'éducation, le logement et l'agriculture ont-ils progressé. C'est également le cas de la politique de soutien aux petites et moyennes entreprises et à l'amélioration des règles de gouvernance. Sur ces différents points, il est vrai, beaucoup reste à faire. Enfin, les dépenses dans le domaine des infrastructures (routes, voies ferrées, ports et aéroports) restent de mise : 370 milliards de dollars devraient leur être consacrés entre 2010 et 2015. Quant à l'interventionnisme de l'État dans le destin des entreprises, que d'aucuns considéraient comme un des risques premiers il y a encore peu, il semble devenir moins prononcé.

### **Turquie : plus résistante aux chocs financiers externes**

L'année 2007-2008 aura été de nouveau une année éprouvante pour les marchés financiers turcs avec les élections législatives et présidentielles en juillet et août 2007, la crise des *subprimes* à l'été 2007 et ses soubresauts au début 2008. Ainsi, la bourse d'Istanbul a perdu environ 30 % entre fin juillet 2007 et fin juin 2008, et la prime de risque sur la dette externe souveraine a plus que doublé passant de 140 à 310 points de base. Mais ce nouveau choc financier externe n'a pas eu d'effet persistant sur le taux de change et les taux d'intérêt domestiques. Mesurée par rapport au panier euro/dollar, la livre n'a perdu que

3 % de sa valeur. Les taux d'intérêt interbancaires ont suivi la baisse du taux directeur de la Banque centrale jusqu'à la mi-mai 2008 puis sa remontée ensuite, mais n'ont pas surréagi.

Grâce à cette résistance des taux d'intérêt domestiques et du taux de change, l'économie turque plie mais ne rompt pas. La croissance a ralenti, passant de 5,5 % sur un an au premier semestre 2007 à 3,4 % au second, mais il n'y a pas de signes d'entrée en récession. Le ralentissement est surtout la conséquence d'une décélération de la consommation privée et de l'investissement, la hausse des taux d'intérêt depuis le printemps 2006 ayant tempéré le développement du crédit, notamment du crédit logement. En revanche, les exportations de produits manufacturés sont restées très dynamiques. Par ailleurs, calendrier électoral oblige, la politique budgétaire s'est assouplie avec un surplus budgétaire hors dépenses d'intérêt qui s'est réduit de 4,8 % du PIB en 2006 à 4,4 % en 2007, et qui devrait perdre encore près de 1 point de PIB en 2008.

L'inflation (10,6 % sur un an en juin 2008) a accéléré d'environ 3 points de pourcentage par rapport à la mi-2007 en raison des tensions sur les prix des matières premières. Mais cette accélération des prix n'est pas plus forte que dans la plupart des pays d'Europe centrale ; elle est même sensiblement inférieure à celle constatée en Roumanie et en Bulgarie. Fondamentalement, la modération salariale et un taux de chômage toujours important restent des facteurs de désinflation puissants.

Il reste qu'après les chocs financiers à répétition de 2006 et 2007, l'économie turque va devoir affronter son premier choc réel depuis sa sortie de crise en 2002. Le ralentissement de la demande européenne – qui absorbe un peu plus de la moitié des exportations – ne fera véritablement sentir ses effets qu'à partir du second semestre 2008. La croissance turque ne devrait pas dépasser 4 % en 2008 après 4,5 % en 2007 et 7 % en moyenne entre 2002 et 2006. À ce choc réel pourraient s'ajouter les effets d'une situation politique incertaine sur la capacité du pays à attirer les capitaux étrangers.

Malgré les bonnes performances à l'exportation et le ralentissement de la demande intérieure privée, le déficit courant, déjà structurellement élevé (5,7 % du PIB en 2007), risque de se creuser un peu plus du fait de l'envolée des prix du pétrole (avec un prix du baril à 130 dollars, la facture pétrolière devrait s'alourdir d'environ 1,5 point de PIB). Or les investissements directs étrangers, qui avaient permis d'améliorer la couverture du défi-

cit courant en 2006 et 2007, devraient se tarir avec le ralentissement attendu des privatisations. De plus, dans un contexte de plus forte aversion au risque, le pays devra probablement moins compter sur les financements bancaires et les investissements de portefeuille qu'au cours des dernières années. Le risque est à la fois une baisse des réserves de change et un affaiblissement durable de la livre.

À terme, la dépréciation du change devrait permettre sinon de résorber, du moins de contenir le déséquilibre de la balance des paiements courants. Mais, entre temps, l'endettement en devises des agents s'en trouvera alourdi. La dette extérieure a atteint 247 milliards de dollars fin 2007, soit un doublement par rapport à 2001, en raison notamment de l'endettement des entreprises non financières. Globalement, la position de change de ces dernières est débitrice nette de 73,5 milliards contre 26,6 milliards fin 2002. La plupart des entreprises ont une couverture naturelle contre le risque de change grâce à leurs recettes d'exportation, voire pour certaines d'entre elles grâce à leurs ventes domestiques libellées contractuellement en devises fortes. Mais ce n'est pas toujours le cas, notamment dans le secteur des télécommunications ou de l'immobilier. Finalement, l'année 2008-2009 sera une année test pour juger de la capacité de résistance de l'économie turque au ralentissement mondial et de celle des entreprises non financières à un éventuel choc durable de change.

### **Moyen-Orient-Afrique du Nord**

La région Moyen-Orient-Afrique du Nord connaît une expansion soutenue depuis 2003, mais reste confrontée aux défis posés par la forte croissance de sa population active – création d'emplois, formation de la main-d'œuvre – en particulier dans les nations les plus peuplées (Algérie, Arabie Saoudite, Égypte, Maroc). Sur le plan conjoncturel, l'inflation a considérablement augmenté au cours des deux dernières années, pour atteindre à la mi-2008 entre 6 et 12 % dans les pays du golfe Persique et 20 % en Égypte. Au cours du premier semestre 2008, la flambée des prix alimentaires a provoqué des troubles sociaux en Égypte, au Maroc et en Tunisie. La capacité des pays à faire face à ces tensions diffère selon qu'ils sont exportateurs ou non d'hydrocarbures. Les premiers, pays du Golfe, Algérie, Lybie, disposent d'une rente qui, au niveau actuel des prix du pétrole, leur permet

d'effectuer des transferts sociaux généreux. En revanche, dans les pays importateurs de pétrole (Maroc, Tunisie, Égypte), la hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation se traduit par une détérioration des finances publiques et de la rentabilité des entreprises, ainsi que par un mécontentement généralisé de la population.

**Dans les pays du Golfe** (Arabie Saoudite, Bahreïn, Émirats arabes unis, Koweït, Oman, Qatar), l'augmentation des prix du pétrole a porté les recettes d'exportations à 470 milliards de dollars en 2007. En dépit d'une forte progression des importations, l'excédent courant de la région a été multiplié par huit depuis 2003 ; il atteint 210 milliards de dollars en 2007, soit 25 % du PIB régional. Son cumul sur les années 2003 à 2007 dépasse 750 milliards de dollars. Ces montants sont investis par les banques centrales et commerciales locales, dont le stock d'actifs externes atteint 420 milliards de dollars fin 2007, ainsi que par les fonds souverains qui sont devenus des gestionnaires importants de la richesse nationale. Le Sovereign Wealth Fund Institute estime que les actifs gérés par KIA (Kuwait Investment Authority) et ADIA (Abu Dhabi Investment Authority – Émirats arabes unis), les deux fonds souverains les plus importants du Golfe créés dans les années 1950 et 1970, s'élèvent respectivement à 265 et 875 milliards de dollars. De nombreux fonds souverains ont également vu le jour depuis le début de la décennie : Istithmar (Dubai – Émirats arabes unis), Dubai International Capital, Mubadala Development Company (Abou Dhabi), QIA (Qatar Investment Authority), entre autres.

Les fonds souverains se distinguent des banques centrales par une gestion plus diversifiée de leurs actifs. Alors que les banques centrales investissent traditionnellement dans des obligations d'État, les fonds souverains du Golfe sont entrés dans le capital de grandes entreprises occidentales dans des secteurs aussi diversifiés que la banque-finance (Barclays, Citigroup, HSBC, Merrill Lynch, Nordic Stock Exchange, London Stock Exchange, Carlyle Group...), l'industrie aérospatiale (EADS), les semi-conducteurs (AMD), la distribution (Barney's, Sainsbury's), l'automobile (Daimler, Ferrari) et l'énergie (Total, BP). Ils contribuent actuellement à la recapitalisation de certaines banques mises en difficulté par les retombées de la crise des *subprimes*. Ainsi, fin novembre 2007, ADIA a pris une participation de 5 % (7,5 milliards de dollars) dans le capital de Citigroup.

Par ailleurs, la manne pétrolière des pays du Golfe a également été investie et consommée localement, ce qui a permis

d'élever la croissance à 6-7 % entre 2004 et 2007, d'augmenter les excédents budgétaires à 20 % du PIB régional et de réduire la dette publique à près de 15 % du PIB. Les investissements locaux se concentrent dans l'exploration d'hydrocarbures ainsi que dans l'industrie sidérurgique et pétrochimique, les services et les infrastructures. La diversification des économies du Golfe atteint un degré plus élevé, là où les réserves d'hydrocarbures sont les plus faibles, notamment à Dubaï (activité portuaire, services financiers, tourisme), à Bahreïn (services financiers), et dans une moindre mesure à Oman (tourisme). En Arabie Saoudite, les investissements dans les services (tourisme, éducation, santé) visent à diversifier l'économie vers des activités moins capitalistiques et à créer des emplois, mais la contribution de ces secteurs au PIB reste très faible, de même qu'au Koweït et au Qatar.

L'augmentation rapide de la masse monétaire (30 % en moyenne ces deux dernières années) a favorisé la formation de bulles spéculatives sur les marchés boursiers en 2005 puis sur l'immobilier, après la correction brutale du prix des actions en 2006 en Arabie Saoudite, aux Émirats arabes unis et au Qatar. Cette augmentation de la liquidité, les contraintes d'offre et la baisse du dollar (alors que les importations proviennent pour une grande part de la zone euro) accélèrent l'inflation et posent la question d'une réforme des régimes d'ancrage fixe au dollar. Les options envisagées sont soit une réévaluation des monnaies vis-à-vis du dollar, soit l'adoption d'un ancrage à un panier de devises. Cependant, dans les pays comme les Émirats arabes unis ou le Qatar, où l'inflation est essentiellement causée par des évolutions internes, notamment la hausse des prix de l'immobilier, une réévaluation n'aurait certainement qu'un impact limité. C'est ce que semble indiquer l'expérience du Koweït qui, abandonnant le projet d'union monétaire des pays du Golfe, a opté dès mai 2007 pour un ancrage à un panier et où l'inflation n'a pas diminué.

**Dans les pays d'Afrique du Nord**, les fondamentaux se sont fortement améliorés ces dernières années, en particulier dans le domaine des comptes publics. Pour la troisième année consécutive, la croissance en Égypte devrait dépasser 6,5 % en 2008, tirée principalement par l'investissement. Les secteurs dynamiques sont le gaz, la construction, le canal de Suez, les industries exportatrices et le tourisme. L'amélioration de l'environnement économique et du climat des affaires observée depuis 2004 (ouverture

commerciale, réforme fiscale) devrait se poursuivre. Au Maroc et en Tunisie, les perspectives de croissance sont favorables (6 % en 2008) compte tenu d'une campagne agricole qui s'annonce bonne et d'une croissance toujours robuste de la construction et des services. Les comptes extérieurs des économies d'Afrique du Nord restent globalement solides, mais ceux des importateurs nets de pétrole (Égypte, Maroc, Tunisie) se dégraderont en 2008. Néanmoins, leurs ressources en devises, issues des revenus du tourisme et des transferts des travailleurs expatriés, devraient permettre d'amortir le choc. De plus, les déficits courants sont financés par des flux d'investissements directs étrangers en forte croissance, notamment en provenance des pays du Golfe. Ces flux d'IDE se concentrent dans les secteurs de la construction, des télécommunications et de la finance. En Algérie, la solidité financière s'est renforcée au cours des dernières années, parallèlement à l'envolée du prix du pétrole. Les excédents de la balance courante et des finances publiques sont extrêmement confortables (respectivement 21 % et 11 % du PIB en 2007). La croissance hors hydrocarbures continue de s'accélérer, tirée par le programme d'investissement public dans les infrastructures.

Néanmoins, la capacité de résistance des économies sensibles au durcissement des contraintes externes (Égypte, Maroc, Tunisie) est entrée en phase de test. En Égypte, l'inflation dérape avec la hausse des prix des produits alimentaires, l'ajustement des prix administrés des produits pétroliers et l'augmentation des salaires. Le déficit budgétaire devrait se creuser (8 % du PIB en 2008) en raison de la hausse des salaires des fonctionnaires (+ 30 %) et des subventions sur les produits alimentaires, alors que la dette publique est élevée (80 % du PIB). Au Maroc et en Tunisie, l'inflation reste modérée (2 et 3 % respectivement en 2007) grâce aux prix administrés de l'énergie et de certains produits alimentaires de base. Mais le poids des subventions dans le budget augmente et pourrait doubler au Maroc en 2008 pour atteindre 5 % du PIB. La dette publique (55 % du PIB) devrait ainsi augmenter pour la première fois depuis le début de la décennie.

La principale source d'incertitude pour les pays d'Afrique du Nord reste d'ordre social et politique. Face à la croissance démographique, les progrès économiques de ces dernières années sont encore insuffisants pour réduire significativement la pauvreté. Ils sont aussi insuffisants, face à l'augmentation du nombre des actifs ; le chômage, bien qu'en diminution, dépasse encore 10 % et touche particulièrement les jeunes et les quali-

fiés. L'inadéquation entre la formation des jeunes diplômés et les besoins du marché du travail est un problème sérieux. En Égypte, le risque social (émeutes, grèves) s'accroît avec l'accélération de l'inflation. Au Maroc, les autorités cherchent à préserver la stabilité des prix dans un environnement social sensible, alors que la réforme du système de subventions vers un régime qui cible les populations les plus vulnérables pose des difficultés. En Algérie, la solidité financière ralentit la mise en œuvre des réformes structurelles et rend peu lisible la finalité des politiques économiques. Le fossé entre les populations et les gouvernements en place semble s'élargir (taux d'abstention record lors d'élections récentes en Algérie, au Maroc, en Égypte).

La transition politique est une problématique présente dans quasiment tous les pays de la région. En Égypte, le régime reste sous surveillance de l'armée et les principaux scénarios pour la succession d'Hosni Moubarak évoquent son remplacement par son fils Gamal. En Algérie, l'état de santé du président Bouteflika est incertain et ses absences répétées ralentissent la mise en œuvre du programme économique. En Arabie Saoudite, le roi Abdallah et le prince-sultan ont tous deux plus de 80 ans et la question de la succession donne lieu à des luttes de pouvoir. Dans l'ensemble de la région, la transition politique est une source importante d'incertitudes qui pèsent sur le rythme des réformes et la conduite de la politique économique.

### **Afrique subsaharienne**

Pour la quatrième année consécutive, l'Afrique subsaharienne enregistre une croissance économique supérieure à 6 % (6,5 % en 2007). L'écart de croissance entre exportateurs (8,8 %) et importateurs de pétrole (5,6 %) devrait se creuser en 2008. Les premiers devraient connaître une accélération de leur croissance (9,9 %), une progression de leurs excédents budgétaire et courant, et continuer à accumuler des réserves de changes massives, à tel point que certains, comme le Nigeria, envisagent la création de fonds souverains.

*A contrario*, les pays importateurs de pétrole devraient connaître un ralentissement (4,9 %) du fait d'une facture pétrolière alourdie couplée au risque d'une baisse du prix de certains produits exportés (métaux industriels). La dégradation des finances publiques et des comptes extérieurs observée dans ces pays en 2007 devrait

se poursuivre en 2008. Les soldes budgétaire et courant qui affichaient, en moyenne, des excédents de respectivement 1,8 et 0,7 % du PIB en 2006, ont présenté, en 2007, des déficits de 0,3 et 2,8 % du PIB. Dans plusieurs pays cependant, d'importants transferts des migrants limitent la dégradation des balances courantes (Burkina-Faso, Cap-Vert, Ghana, Mali, Sénégal). Les flux d'aide, de prêts et d'investissements étrangers continuent de couvrir largement les besoins de financement extérieur des pays importateurs de pétrole et le niveau de leurs réserves de change reste satisfaisant (4,2 mois d'importations en 2007 contre 3,9 en 2006). Dans ce contexte, les monnaies sont bien moins volatiles que par le passé, à l'exception notable du rand d'Afrique du Sud, plus sensible au contexte sur les marchés internationaux de capitaux.

Avec la flambée des prix du pétrole et surtout des produits alimentaires, dont le poids moyen dans l'indice des prix à la consommation dépasse 45 % dans de nombreux pays, les tensions inflationnistes se sont accentuées (7,2 % en 2007, 8,6 % prévu en 2008). La hausse des prix alimentaires ne provient pas seulement de l'envolée des cours des céréales cotées sur les marchés internationaux, mais aussi de l'augmentation des coûts de production des cultures locales du fait de la hausse du prix des engrais et des transports à laquelle s'ajoute, dans un certain nombre de pays, l'impact de mauvaises récoltes. Les manifestations contre la vie chère survenues dans plusieurs pays rappelle que l'inflation des biens alimentaires est un sujet très sensible en Afrique où, pour les ménages les plus pauvres, ce sont 80 % des dépenses qui sont consacrées à l'alimentation. Face à cette situation, les institutions internationales ont mis en place des aides d'urgence et plusieurs gouvernements ont pris des mesures pour limiter les effets du renchérissement des produits alimentaires sur les prix à la consommation : suppression des taxes et des droits de douane sur certaines denrées de base, subvention des prix ou encore gel des exportations. À plus long terme, la question est celle de la relance des investissements agricoles particulièrement négligés ces dernières années. Les institutions internationales, notamment la Banque mondiale, ont longtemps fait valoir que la façon la plus efficace de nourrir les populations consistait à jouer le jeu de la spécialisation internationale. Ceci signifiait, par exemple, produire et exporter des fleurs ou des haricots verts, productions dans lesquelles le pays dispose d'avantages comparatifs, et importer du

blé. Mais la crise de 2007-2008 a montré les conséquences dramatiques que pouvait avoir l'absence de maîtrise nationale sur la disponibilité de produits essentiels. Elle explique un retour des préoccupations plus traditionnelles de sécurité ou d'auto-suffisance alimentaire.

Les flux de capitaux privés vers l'Afrique subsaharienne ont atteint 53 milliards de dollars en 2007 (contre seulement 11 milliards en 2000) et dépassent les flux d'aide publique au développement depuis 2006. Les bonnes performances économiques, l'ouverture croissante des marchés financiers africains aux non-résidents, la recherche de rendements élevés et de diversification des portefeuilles de la part des investisseurs internationaux expliquent cette progression des flux de capitaux.

Les investissements directs étrangers (21 milliards de dollars en 2007) sont majoritairement dirigés vers les secteurs pétroliers et miniers. L'importance du continent africain dans l'approvisionnement pétrolier mondial s'est accrue : avec une production de 5,6 millions de barils par jours en 2007, l'Afrique subsaharienne représente 7 % de la production mondiale, contre 5,5 % en 2000. Elle assure respectivement 15 et 26 % des importations de pétrole des deux premiers consommateurs mondiaux, les États-Unis et la Chine.

Les flux de portefeuille, estimés à 20 milliards de dollars en 2007, sont essentiellement dirigés vers l'Afrique du Sud mais augmentent rapidement dans un certain nombre de pays (Ghana, Kenya, Nigeria, Ouganda, Tanzanie et Zambie). Beaucoup de gouvernements émettent désormais des obligations sur le marché local avec des maturités de plus en plus longue grâce à la stabilisation monétaire. Le Gabon, le Ghana et la République du Congo ont accédé pour la première fois aux marchés obligataires internationaux en 2007, le Kenya et le Nigeria devraient suivre. L'Afrique semble ainsi être devenue une nouvelle frontière émergente comme en atteste également la création, sur la période récente, de nombreux fonds d'investissement dédiés à la zone, d'indices boursiers régionaux ou encore l'augmentation du nombre de pays notés par les agences de *rating*.

L'endettement extérieur a continué de baisser en 2007 suite aux remises de dette dans le cadre de l'Initiative pour l'allègement de la dette multilatérale et des restructurations dans le cadre du Club de Paris. La dette publique extérieure auprès de créanciers publics a ainsi diminué de 43,5 % du PIB en 2005 à 20,7 % en 2007 dans l'ensemble de l'Afrique, hors Afrique du

Sud et Nigeria. Lors du sommet du G8 de Gleneagles en 2005, les pays donateurs s'étaient engagés à doubler l'aide publique au développement d'ici 2010, or il semble bien que cette promesse ne sera pas tenue. Afin de financer leurs besoins massifs en infrastructures (énergie, transports), les gouvernements se sont tournés vers d'autres types de financements qui se traduisent par un changement dans la structure de la dette : augmentation de la part de la dette domestique, réduction de la part des bailleurs de fonds traditionnels (organismes multilatéraux, États membres du Club de Paris) au profit de créanciers privés ou publics hors Club de Paris, telle que la Chine.

La Chine est désormais un acteur incontournable. Elle est devenue un partenaire commercial significatif : en 2007, 13 % des exportations de l'Afrique subsaharienne lui sont destinées contre 5 % en 2000. La Chine est également devenue un bailleur de fonds et un investisseur importants. D'après une étude de la Banque mondiale, le montant des financements d'infrastructures octroyés par la Chine à la région est passé de 1,7 milliard de dollars en 2005 à 4,5 milliards en 2007 et les investissements directs de 62,8 millions de dollars en 2002 à 345,6 millions en 2005. Parmi les récents investissements chinois, on peut citer notamment un vaste projet minier de 9 milliards de dollars en République démocratique du Congo. Mais les investissements chinois ne se limitent pas aux industries extractives. Une banque chinoise a ainsi acquis pour 5,5 milliards de dollars une participation de 20 % dans la grande banque sud-africaine Standard Bank. Même si les montants sont moins significatifs, les autres grands pays émergents (Brésil, Inde et Russie) ainsi que les pays du Moyen-Orient investissent de plus en plus en Afrique (mines, télécommunications, ports).

Des progrès dans la gouvernance ont été réalisés. Deux pays africains, le Kenya et le Ghana, figuraient parmi les dix pays les plus réformateurs en 2006/2007 selon les indicateurs *Doing Business* de la Banque mondiale. Le continent est aussi aujourd'hui politiquement plus stable qu'il y a une décennie, même si les troubles ont augmenté en 2007 du fait des émeutes dans plusieurs pays suite à la hausse des prix alimentaires, des attaques sur les installations pétrolières au Nigeria et de la crise politique au Kenya qui rappelle d'ailleurs que les progrès économiques peuvent être remis en cause par la fragilité institutionnelle.