

Craquements émergents

■ Les émergents dans la crise	1
<i>Encadré - Matières premières</i>	5
■ Europe centrale et orientale : attachez vos ceintures !	6
■ Asie : à rude épreuve en 2009	10
■ Le monde arabe stoppé dans son élan	12
■ Amérique latine : victimes collatérales	14

Les émergents dans la crise

"Ils ne mouraient pas tous, mais tous étaient frappés". La crise va en effet sévèrement affecter les pays émergents. Les plus fragiles ont été touchés fin 2008 par l'interruption brutale des flux financiers et ont dû se résoudre à des ajustements rigoureux. Aujourd'hui, tous souffrent de la contraction de la demande mondiale, et peu ont les moyens de plans de relance autonomes. Beaucoup seront donc en récession en 2009, et certains risques (notamment sur les *corporates* émergents) vont monter. Mais cela ne doit pas faire oublier l'amélioration presque générale des fondamentaux depuis le début de la décennie, et les capacités (inégalement) de rebond, qui bénéficieront du retour des investisseurs et des prêteurs à l'"économie réelle".

Un bref historique

Le premier signe de contagion aux pays émergents de la crise financière est apparu courant mai 2008, avec une chute des marchés boursiers. A suivi une correction parfois sévère des taux de change à partir de début août. On pouvait encore mettre ces retournements au compte du retrait de prêteurs et d'investisseurs en difficulté.

A partir du 15 septembre, le mouvement s'accélérait, l'élément déclencheur étant la faillite de Lehman Brothers. En deux jours, l'indice MSCI des bourses émergentes perdait 8,3%, et surtout la montée de l'aversion au risque faisait progresser l'indice EMBI de prime de risque souverain de 22,2%. En un mois, la livre turque, le won coréen, le forint hongrois, le rand sud-africain, le real brésilien et les pesos mexicain, chilien et colombien perdaient plus de 10% par rapport à leur monnaie de référence¹. Mais l'indicateur le plus significatif de la défiance vis-à-vis des marchés

émergents était l'indice EMBI qui grimpait de 357 à la veille de la faillite de Lehman à un pic de 891 le 24 octobre. La défiance était générale, mais affectait particulièrement les pays où les déséquilibres extérieurs étaient les plus massifs : en octobre, la Hongrie puis l'Ukraine devaient faire appel au FMI pour mettre en place des financements d'urgence (doublés d'une aide de la BCE dans le cas de la Hongrie), assortis de plans d'ajustement.

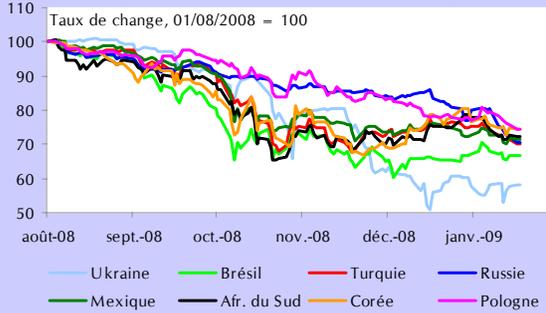
Depuis novembre, les indicateurs de marché se sont globalement stabilisés, à un niveau très bas. L'indice EMBI fluctue autour de 700 (mais il était à 171 le premier août 2008), et les bourses ne baissent en moyenne plus (mais l'indice global a baissé de 57% depuis le dernier pic de mai 2008). L'évolution des devises est plus contrastée. Alors que la chute des monnaies latino-américaines ralentissait sensiblement, certaines monnaies d'Europe de l'Est décrochaient². Le début de 2009 confirme ces divergences : stabilisation voire rebond en Amérique latine, rechutes

1. EUR pour les monnaies d'Europe centrale et d'Afrique du Nord, USD pour les autres.

2. -33% en Ukraine entre la mi-octobre et le 31 décembre, -15% en Pologne, -14% en Russie.

Graphique 1

Evolution de quelques devises émergentes (entre le 01/08/2008 et le 19/01/2009)



Source : Datastream, Crédit Agricole SA

3. En Turquie, la croissance des exportations était encore de 42% (a/a) en septembre !

4. Ces mouvements ont aussi été encouragés par la détérioration des perspectives de nombreuses entreprises cotées sur ces Bourses, et parfois par l'annonce de pertes de change importantes.

5. Ce phénomène concerne surtout l'Europe centrale et orientale, mais aussi la Corée.

devises (toutes de "grands" pays émergents) subissent des pertes supérieures à 25% depuis le 1^{er} août 2008 (cf. graphique 1).

L'activité de la plupart des pays émergents a bien résisté jusqu'au troisième trimestre inclus.

Une des rares exceptions est le Mexique, où la production industrielle a commencé à se contracter dès le mois de mai. Mais en septembre, les exportations chinoises, coréennes et thaïlandaises progressaient encore à un rythme supérieur à 20% (a/a) en USD³. Au Brésil, la production industrielle et la croissance du PIB rebondissent au troisième trimestre, contre les attentes du marché.

La situation change brutalement en octobre :

les exportations stagnent (sauf en Chine, où elles résistent un mois de plus), avant une contraction générale en novembre. Les indicateurs domestiques pointent dans la même direction, avec en particu-

lier un net ralentissement des ventes de biens durables, comme l'automobile (cf. graphique 2).

Dans un premier temps (jusqu'en novembre et l'apparition des premiers signaux relatifs à l'économie réelle), le désordre des marchés financiers a donc affecté de manière assez indiscriminée les pays émergents, y compris ceux sans déséquilibre majeur (Brésil, Mexique, Pologne, Malaisie...). Aujourd'hui, tous les pays émergents sans exception (même la Chine) subissent les effets du ralentissement de l'économie mondiale.

La contagion initiale par le secteur financier

Deux mouvements se sont conjugués pour tendre la situation financière des pays émergents :

- **Des sorties de capitaux parfois très importantes.** Les pertes enregistrées par les investisseurs sur les marchés développés, et parfois les appels de marge, les ont conduits à rapatrier une partie des capitaux placés sur les bourses émergentes⁴. Le phénomène a surtout affecté les plus grands pays (Brésil, Mexique, Russie, Afrique du Sud, Corée) qui disposaient des marchés les plus profonds et les plus liquides. Au Brésil, les sorties nettes ont ainsi atteint 15,5 mds USD sur les mois de septembre à novembre 2008. Les bourses émergentes ont ainsi été en moyenne ramenées début novembre au niveau de la fin de 2003.

- **La raréfaction et le renchérissement du crédit.**

Le contexte financier a radicalement changé pour les pays émergents : les flux d'investissements directs étrangers se sont taris, les financements bancaires se font plus rares et ont un coût plus élevé. L'ensemble des acteurs émergents sera affecté par le durcissement des conditions de financement. Cependant, bien que les *spreads* souverains aient fortement augmenté depuis quelques semaines, le risque souverain ne semble pas le plus menaçant.

Les banques des pays émergents apparaissent à la fois comme des victimes potentielles et un des principaux canaux de transmission de la crise vers ces pays.

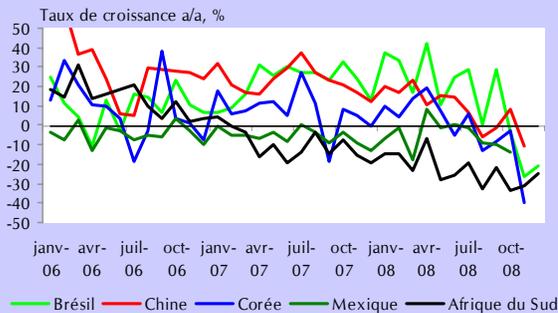
Dans de nombreux pays, elles ont depuis quelques années relayé un environnement international globalement favorable par une croissance rapide des crédits à l'économie, souvent plus rapide que celle des dépôts. Ces banques se sont aussi parfois mises dans des positions de change risquées, soit en se refinançant partiellement à l'étranger et en devises, soit en accordant des prêts en devises à des agents (y compris des particuliers) n'ayant que des ressources en monnaie nationale⁵. Elles sont donc souvent fragilisées, mais elles seront sauf exception sauvées par leur rôle systémique : les Etats ne peuvent simplement pas permettre un effondrement de leur système bancaire et ils le soutiendront autant que cela leur sera possible.

Les entreprises des pays émergents sont soudainement confrontées à un environnement beaucoup plus difficile.

La demande extérieure se contracte, mais la demande intérieure est aussi affectée par les restrictions domestiques de crédit (particulièrement certains secteurs, comme toute la filière construction). Elles ont elles-mêmes un

Graphique 2

Ventes d'automobiles



Source : Datastream, Crédit Agricole S.A.

accès plus difficile au crédit⁶, et celles qui avaient accès aux marchés internationaux voient leur dette brutalement alourdie par le dérapage de leur devise nationale. Certaines vont connaître de sérieuses difficultés financières : le risque de défaut des *corporates* émergents est en augmentation sensible.

Le choc sur l'économie réelle : le ralentissement de la demande mondiale

La contraction de la demande mondiale affecte directement les principaux fournisseurs des pays développés : Mexique, Turquie, certains pays d'Europe centrale, Asie de l'Est dans son ensemble. Les importations des Etats-Unis et de la zone euro stagnaient déjà au premier semestre. Elles sont clairement en baisse depuis juin, et se sont effondrées à partir d'août en Europe et septembre aux Etats-Unis (cf. graphique 3). Aucune reprise n'est attendue avant au mieux la fin de 2009. La contraction du commerce international⁷ ne concerne pas que les flux vers le monde développé : le commerce intra-régional en Asie va aussi être affecté.

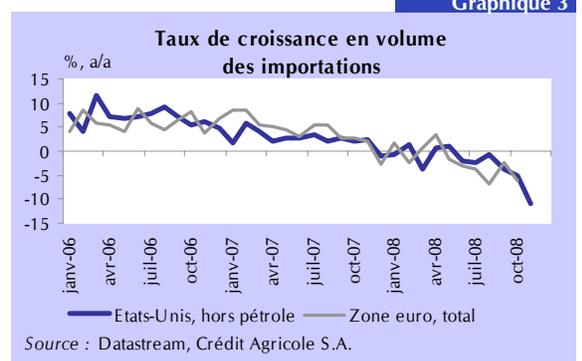
Ce ralentissement provoque aussi une chute des prix de nombreux produits primaires, notamment des métaux et de l'énergie, mais aussi du soja ou du blé, qui représentent une part significative des exportations de nombreux pays : Afrique du Sud, Argentine, Brésil, Pérou, Russie, Kazakhstan... Un rebond des cours est exclu à court terme, même si les stocks de certains produits sont déjà en forte baisse. Pour la plupart des produits, il n'interviendra vraisemblablement qu'après la reprise de la demande des pays développés (voir encadré, page 5). Dans certains cas (l'acier en Chine par exemple), la purge du marché pourrait aussi se faire par la disparition de petits producteurs qui n'étaient viables que dans un contexte de prix très élevés.

La demande domestique des pays émergents amortira dans une certaine mesure l'impact de la crise. Ce support aura cependant des limites. D'une part, il sera totalement absent dans les pays sous ajustement, où la croissance antérieure avait justement été gonflée par des bulles de consommation ou immobilière (souvent financées par une progression insoutenable du crédit bancaire) : c'est le cas de la plupart des pays d'Europe centrale et orientale. La confiance des ménages a de plus été sévèrement affectée par les chutes des bourses, des taux de change, dans certains cas des prix de l'immobilier, et très souvent

par les médiocres perspectives du marché de l'emploi et des salaires : au total, la consommation n'apportera qu'un soutien modeste à l'activité. D'autre part, l'investissement productif était dans certains pays (avant tout : la Chine) orienté vers le renforcement des capacités d'exportation : ce type d'investissement a disparu. Il sera dans certains pays compensé par un effort d'investissement public. **Des programmes de "soutien à l'activité" ou de "relance" par les dépenses publiques ont été annoncés, mais peu de pays (la Chine, les pays pétroliers du Moyen-Orient, le Chili) ont les ressources nécessaires pour en espérer un impact significatif.**

Des capacités (inégales) de résistance et de rebond

Il faut d'abord insister sur un point : les économies émergentes sont nettement plus solides qu'elles ne l'étaient durant les années 1990⁸. Leurs fondamentaux sont plus sains et leur assise financière nettement plus confortable : la croissance moyenne des pays émergents s'est accélérée, et l'inflation est tombée⁹. Les finances publiques ont dans beaucoup de pays été redressées : le ratio déficit public / PIB est passé d'un déficit de 0,9% en 2000 à un excédent de 1,6% en 2007, et le ratio dette publique / PIB de 40% à 32%¹⁰. L'évolution des comptes externes est moins uniforme : certains pays (producteurs d'énergie, Brésil, Mexique, et surtout Chine) ont très nettement amélioré leur solde courant, alors que pour d'autres (notamment en Europe de l'Est) il se dégradait. Mais le ratio dette extérieure / recettes en devises s'est amélioré partout, et surtout pour les pays non "investment-grade"¹¹. Quant aux réserves de change, elles ont grimpé de 5,4 mois d'importations de biens et services en 1999 à 10 mois actuellement. **Dans l'ensemble, grâce à des politiques budgétaires et monétaires beaucoup plus pragmatiques, les pays émergents sont donc nettement moins vulnérables à une crise de balance des paiements pure (ou crise de dette) ou à une crise souveraine que par le passé.** Les réformes structurelles mises en œuvre (ouverture commerciale, privatisations... mais aussi transferts sociaux bien ciblés) ont également



6. La raréfaction et le renchérissement des financements peuvent mettre en difficulté des secteurs accoutumés à des modes de financement spécifiques, comme les préfinancements d'exportations pour l'agro-industrie.

7. Un effet collatéral de cette contraction est l'effondrement du prix du fret : l'indice Baltic Dry Index est passé d'un pic de 1 1793 en mai 2008 à moins de 900 aujourd'hui.

8. Une décennie de crises : Mexique en 1995, Asie en 1997, Russie en 1998, Brésil en 1999 et 2002, Turquie en 2000-01, Argentine en 2002...

9. Respectivement de 3,2% par an entre 1990 et 1999 à 6,5% depuis, et de 51,3% à 6,9% sur les mêmes périodes.

10. Source : Moody's. Calculs effectués sur les pays notés A, Baa, Ba, et B. L'évolution est encore plus nette si l'on exclut les pays notés A. En outre, dans cette dette, moins de devises, plus de taux fixe, et des maturités plus longues.

11. Ce ratio passe de 149% à 77% pour les pays notés Ba par Moody's, et de 160% à 90% pour les pays notés B.

nourri un *momentum* de croissance qui leur permettra d'encaisser (notamment d'un point de vue politique et social) plus facilement le ralentissement attendu en 2009.

Quelles perspectives pour l'après-crise ? Aujourd'hui, l'humeur est aux scénarios noirs, sur la base d'une récession aux Etats-Unis plus sévère qu'on ne s'y attendait il y a seulement quelques semaines. Pour les émergents, le dérapage des monnaies, la chute brutale des bourses, et surtout la contraction de la demande des pays développés ont conduit les analystes à revoir sensiblement à la baisse leurs prévisions pour 2009. C'est aussi notre cas, et d'autres révisions sont encore possibles, en fonction de l'évolution des grands pays développés. Mais au-delà ? **Les pertes considérables enregistrées par certains investisseurs sur les marchés émergents ne risquent-elles pas de les en détourner durablement, en les faisant exiger une "prime de risque" qu'ils ne retrouveront peut-être pas après la crise ?**

Notre réponse est claire : ils auraient tort. Nous pensons en effet que **la plupart des pays émergents restent très attractifs pour les investisseurs, qu'ils soient industriels ou en portefeuille** (et aussi, mais dans une moindre mesure, pour les prêteurs)¹². La baisse des devises et des bourses y a même fait apparaître des opportunités qu'il faudrait saisir dès la stabilisation de l'économie américaine.

D'une part, la crise actuelle va assainir les économies qui s'orientaient vers un modèle de croissance non soutenable à moyen terme, et redonner de la compétitivité à beaucoup d'autres. Dans le premier cas, on trouve principalement les pays d'Europe centrale et orientale. La crise est l'occasion d'un retour à une gestion plus pragmatique des finances publiques dans quelques pays, à un rééquilibrage des balances des paiements dans quelques autres, et à une plus grande prudence dans le secteur bancaire dans presque tous. Bien sûr, cette sagesse retrouvée se paiera au prix d'une croissance ralentie, après une récession dans plusieurs pays. Mais il n'y a aucune raison d'imaginer une rupture du processus de rattrapage de l'Europe de l'Ouest, dans des économies aux fondamentaux (notamment humains) si proches. La croissance y restera durablement plus élevée que

dans la "vieille Europe". D'autres pays, qui n'avaient pas ce besoin de stabilisation (parce qu'ils l'avaient entrepris plus tôt, comme le Brésil) trouveront dans la crise et les évolutions des changes qu'elle a provoqué un regain de compétitivité, érodée par une appréciation trop rapide de leur monnaie. Dans beaucoup de cas, les devises émergentes retrouveront cependant, une fois la crise passée, leur *trend* haussier.

Le potentiel de croissance reste nettement plus élevé dans les pays émergents que dans les pays développés. Il est aujourd'hui clair que la croissance accélérée est possible partout, bien au-delà des BRICs, pour autant que certaines conditions soient réunies. Le rattrapage ne se fera pas partout au même rythme : on peut estimer que le Brésil est mieux armé que l'Afrique du Sud. Mais tout milite pour une croissance structurellement plus forte dans les pays émergents : une population plus jeune et dont le niveau moyen de formation progresse, des taux d'épargne presque partout plus élevés et d'importants besoins en investissement, une gouvernance qui s'améliore globalement malgré de trop nombreuses exceptions, des ressources abondantes en matières premières... **La part des émergents dans l'économie mondiale va donc continuer à progresser.** Sous des hypothèses raisonnables de croissance, d'inflation et d'évolution des changes, elle sera de 45% en 2015, aux prix courants (et environ 50% à parité de pouvoir d'achat), alors qu'elle n'était que de 25% en 2001.

Donc, certainement de la croissance, et des opportunités. **Mais à quels risques ?** Beaucoup de pays émergents traverseront encore des périodes de tensions, et sauf exception l'environnement économique n'y est pas encore aussi policé que dans les pays développés. Mais dans la plupart des pays, la tendance est clairement à l'amélioration de la gouvernance, avec des politiques économiques plus pragmatiques et des réformes structurelles globalement favorables à la croissance (même si leur rythme peut parfois décevoir). Et la crise actuelle démontre que les pays développés ne sont pas toujours plus "sûrs" que les pays émergents. ■

Jean-Louis MARTIN
jean-louis.martin@credit-agricole-sa.fr

12. Il existe pourtant un vrai risque : celui d'« éviction » des emprunteurs émergents par les emprunteurs souverains des pays développés, qui vont devoir financer des déficits budgétaires en très forte augmentation en raison des « plans de relance ». Les emprunteurs émergents, même de bonne qualité, vont au minimum de voir accepter de payer des marges nettement plus élevées que par le passé (voir note 1, page 15).

Encadré 1

Matières premières

Le prix du pétrole va remonter, mais... patience !

Quand le prix du pétrole s'est envolé vers ses records de mi-2008, ce fut pour le plus grand bonheur des pays producteurs qui y ont trouvé une manne inespérée... mais au grand désespoir des pays utilisateurs qui ont vu leur facture gonfler dans des proportions inquiétantes. Les producteurs, après s'être fait un peu tirer l'oreille, ont finalement investi des sommes considérables dans l'amont pétrolier (environ 350 milliards de dollars en 2008). Les consommateurs ont, eux aussi, temporisé, les Etats amortissant la hausse en jouant sur les taxes ou les subventions, retardant ainsi le moment de présenter la facture au consommateur final. Retard à l'allumage côté consommateur aussi bien que producteur, un zeste de spéculation, une bonne pincée d'effets monétaires, et tous les ingrédients étaient réunis pour créer une bulle... que la crise a fait voler en éclats. La chute de la demande et la fuite des spéculateurs sont intervenues au moment où les efforts d'investissements commençaient à porter leurs fruits, et ont précipité les prix vers la barre des coûts de production.

Et maintenant, la machine s'inverse, les pays producteurs, soudain appauvris, ont déjà annoncé des baisses de leurs projets d'investissements, devenus bien moins rentables et plus difficiles à financer (il est vrai qu'ils bénéficient de la baisse des coûts unitaires). Or, dans le pétrole, un manque d'investissements se traduit par une baisse de la production quelques années plus tard. Côté consommation, même si on voit quelques sursauts ponctuels, les prix bas ne font qu'atténuer l'impact de la crise, et il y a bien peu d'espoir de rebond avant 2010.

Entre une consommation éteinte, et une capacité de production qui se redresse en réponse tardive aux investissements passés, il reste peu de place pour un raffermissement des prix à court terme. Il faudra attendre un rebond de la croissance, et même un rebond suffisamment durable pour absorber l'excédent de capacité. Les producteurs vont donc devoir patienter au moins un an, et peut-être deux, avant de regonfler leurs profits, et ils ne retrouveront probablement pas de sitôt l'ivresse des sommets de début 2008.

Jacques Chaussard
jacques.chaussard@credit-agricole -sa.fr

Métaux de base : une crise sans doute durable

Les secteurs des métaux (ferreux et non-ferreux) traversent actuellement une crise extrêmement grave caractérisée par une chute de grande ampleur des prix. Cette crise intervient après une phase prolongée de croissance de la demande mondiale ("supercycle" 2004/08) qui avait peu à peu imposé la théorie du découplage selon laquelle la croissance de la demande des pays émergents allait prendre le relais de celle des pays développés et conduire à une pénurie durable de matières premières. Ces anticipations de croissance ont conduit à une phase de surinvestissement, notamment dans les pays émergents et à une surcapacité importante au plan mondial. La chute de la demande apparente est en outre accentuée à court terme par un phénomène de déstockage dans l'ensemble des secteurs clients (construction, automobile,...) lié notamment à la crise du financement et au "deleveraging" des acteurs financiers.

En toute logique, la sortie de crise dans les métaux passe par :

- D'une part, la fin de la phase de déstockage. Compte tenu du niveau actuel des stocks, on estime généralement que celle-ci pourrait durer au moins jusqu'à mi-2009 dans la plupart des secteurs. A cet horizon, on pourrait assister à un certain relèvement des prix des métaux de base par rapport à leurs niveaux actuels ex-

ceptionnellement bas, tout en restant cependant très loin des niveaux de prix de début 2008 et à des niveaux encore très pénalisants pour une grande partie de l'industrie.

- D'autre part, la résorption des surcapacités de production au plan mondial. Cette phase est beaucoup plus complexe à appréhender car elle suppose la fermeture définitive d'outils et des pertes d'emplois difficiles à accepter politiquement (notamment dans les pays émergents). Notre sentiment est que cette phase de restructuration devrait durer au moins jusqu'en 2010.

Enfin, le plan de soutien du gouvernement chinois à l'investissement public pourrait avoir, compte tenu du poids de cette économie dans la demande mondiale de métaux, un impact positif sur la demande mais il ne constitue pas de réponse durable à la question fondamentale qui reste celle de la surcapacité de l'offre.

Gilles Frécaut
gilles.frecaut@credit-agricole-sa.fr

Matières premières agricoles : surplus présent, déficit à venir malgré la crise ?

La conjoncture actuelle devrait mener à une limitation de la production des grandes denrées agricoles en 2009 : les prix plus bas (même s'ils ne sont pas très bas) conjugués à des coûts encore élevés devraient faire obstacle au renouvellement de la récolte exceptionnelle de 2008. Celle-ci résulte aussi de facteurs climatiques particulièrement favorables, comparés à la plupart des années antérieures. La crise proprement financière aura aussi un effet limitant (au Brésil en particulier, le secteur agro-industriel a des difficultés de financement). Cela aboutira-t-il à une remontée des prix, puis à un nouvel essor de la production ? Il s'agit de savoir comment la situation économique pèsera sur le niveau de la demande, en particulier dans les pays émergents. L'élasticité de leur consommation par rapport aux prix des denrées, mais aussi par rapport au niveau des revenus, reste mal connue : le fait qu'il s'agit de plus en plus de produits non indispensables (plus de viande, d'huiles, de sucre) conduira-t-il plus vite à un repli de la consommation ?

Pour l'instant, les prévisions¹ ne comportent pas dans l'ensemble de baisse ni même de sérieux ralentissement de la consommation dans les pays émergents (céréales, huiles, tourteaux) et notamment l'Asie. La croissance plus limitée de la consommation concerne plutôt les EUA (éthanol) et l'UE. Tout ceci reste pourtant encore hypothétique.

Certains pays émergents envisagent des politiques de soutien des utilisations (un peu d'exportation de maïs en Chine) ou reconstituent les stocks (Inde) : le souci du prix de l'alimentation s'estompe dans ces pays fortement consommateurs et celui de soutenir les producteurs réapparaît. L'agriculture des pays les plus pauvres n'a guère profité de l'épisode 2008 (pas de hausse des prix pour les producteurs locaux, pas d'essor de la production) : cette crise va-t-elle être oubliée prématurément ? Dans les pays exportateurs aussi le souci porte actuellement sur les débouchés (des tentatives d'agrogazole en Asie du Sud-Est), mais pourtant l'Argentine n'a pas encore diminué ses taxes à l'exportation. Difficile au total de savoir quelle préoccupation – et quels intérêts – vont dominer dans les quelques années qui viennent.

Catherine Mollière
catherine.molliere@credit-agricole-sa.fr

1. En particulier celles de l'USDA.

Europe centrale et orientale : attachez vos ceintures !

Le boom économique de l'Europe émergente est déjà du passé. Les déséquilibres qui l'ont accompagné ont rendu cette région très vulnérable à la crise mondiale. La Hongrie, les pays baltes et l'Ukraine sont les plus durement touchés. Pour eux, l'atterrissage est brutal et la récession inévitable. Ailleurs, le retournement est sans précédent et les candidats potentiels à une aide du FMI encore nombreux. Les pays des Balkans sont dans une situation très inconfortable. La Turquie pourra limiter la casse si, à l'instar de la Serbie, elle parvient à un accord avec le FMI. La Russie inquiète. Elle subit de plein fouet la chute du prix du pétrole et paie ses écarts en matière de gouvernance. Le rattrapage des PECO avec la zone euro, et plus généralement avec les économies développées, va progresser significativement moins vite durant plusieurs mois, et dans certains cas faire un pas en arrière. A moyen terme, néanmoins, le potentiel de croissance de la région, surtout dans sa partie orientale, reste assez nettement supérieur à celui des pays développés.

Un ajustement inéluctable

La dynamique de croissance des pays d'Europe centrale et orientale (PECO) n'était pas saine. Elle était dépendante des financements externes¹. Elle

était soutenue par la rapide expansion des crédits domestiques, souvent en devises et parfois à des agents, y compris des particuliers, n'ayant que des ressources en monnaie nationale. Et elle s'accompagnait de

déséquilibres croissants. Les tensions inflationnistes étaient de plus en plus vives et les déficits courants se creusaient dangereusement², dans bien des cas à plus de 15% du PIB³. De fait, la région était particulièrement vulnérable à un choc externe, et en particulier à un durcissement des conditions de financement sur les marchés internationaux de capitaux.

Un ajustement était nécessaire. Il est en cours, précipité par la crise mondiale. Les marchés financiers régionaux se sont effondrés au cours des six derniers mois (cf. graphique 1), la liquidité en devises s'est raréfiée et l'économie réelle

est à présent touchée de plein fouet. Massivement endettées à l'extérieur, les banques ont été les premières affectées. Elles diffusent à présent le marasme global, et leurs difficultés, aux autres secteurs. La

croissance des crédits est en net ralentissement dans l'ensemble de la région (cf. graphique 2). La crise se propage aussi avec la contraction de la demande dans la zone euro. Plus du tiers des exportations des PECO trouvent leur débouché à l'ouest du continent. Pour les pays producteurs de matières premières, et en particulier d'hydrocarbures et de métaux⁴, la contagion par les échanges commerciaux est plus indirecte. Elle passe par la chute des prix des produits de base.

A court terme, un horizon très sombre

Les perspectives pour les prochains mois ne sont guère réjouissantes. L'activité économique va ralentir de façon considérable. La BERD (Banque européenne de reconstruction et de développement) prévoit une croissance inférieure à 2% pour l'ensemble de la région cette année, comparé à une première estimation à 6,3% en 2008. Plusieurs pays vont connaître une récession. La Hongrie, les Pays baltes⁵ et l'Ukraine y sont déjà entrés. La Turquie et la Russie sont des candidats potentiels. Par ailleurs, les tensions sur le change vont rester vives, mêmes si toutes les devises régionales⁶ se sont déjà dépréciées au cours des dernières semaines, parfois significativement⁷.

Dans ce contexte, les difficultés de paiement vont augmenter. Les agents privés endettés en devises vont être doublement affectés par l'arrêt parfois brutal des refinancements (auprès des opérateurs financiers étrangers, mais aussi locaux) et par la dépréciation de leur monnaie nationale. Les banques vont même l'être triplement. La hausse des difficultés de paiement va s'accompagner de la dégradation de leur portefeuille de crédits. Le chômage aussi va croître. Des tensions sociales sont possibles. Des manifestations violentes se sont déjà déroulées en Bulgarie et en Lettonie. Et là où les gouvernements ne sont pas toujours bien assis (Ukraine, Serbie...), le paysage politique pourra se fragiliser dangereusement.

La purge s'annonce donc douloureuse et non sans

1. Le stock nominal de dette externe des banques et des entreprises de la région a quintuplé entre 2003 et 2007.

2. Exception faite pour l'Azerbaïdjan, l'Ouzbékistan, la Russie et le Turkménistan, quatre pays producteurs d'hydrocarbures.

3. Bulgarie, Pays Baltes, Roumanie, Serbie.

4. Principalement les quatre pays cités dans la note 2, plus le Kazakhstan et dans une moindre mesure, l'Ukraine.

Graphique 1

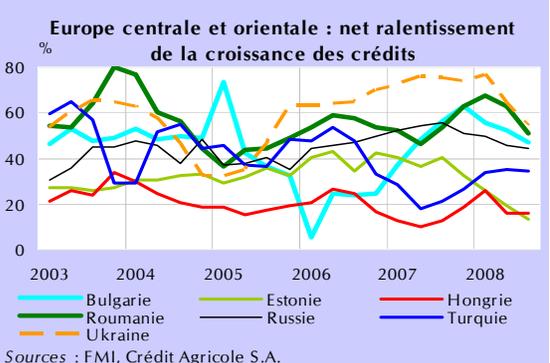


5. L'Estonie et la Lettonie ont déjà enregistré une croissance négative en 2008.

6. A l'exception de la couronne estonienne, du lats letton, du lev bulgare, du litas lituanien et du mark convertible bosnien fixés à l'euro.

7. Dinar serbe, forint hongrois, hryvnia ukrainienne, leu roumain, livre turque, zloty polonais, roubles russe et biélorusse.

Graphique 2



risque. Au contraire, les risques de change, de non-transfert, de crédit ou politique et social sont partout orientés à la hausse à court terme. Ce qui laisse d'ailleurs penser que l'addition pourra s'alourdir. Il est encore difficile de mesurer pleinement l'impact de la crise mondiale sur les PECO. Quid du retournement en cours si par exemple les banques de la zone euro, dont la région est très dépendante (leurs engagements représentent plus du tiers du PIB régional), éprouvent des difficultés pour renouveler leurs lignes de crédits et refinancer leurs filiales ou décident de revoir leur stratégie ? Ces éventualités existent.

La purge s'annonce longue aussi. Les excès ont été grands en matière d'endettement. Les banques, les entreprises et les ménages mettront du temps à s'en remettre. La marge de manœuvre monétaire et budgétaire est réduite. C'est plus vrai pour les NEM⁸ (les Nouveaux Etats Membres de l'UE) que pour les pays producteurs d'hydrocarbures. Les signes de reprise risquent donc de rester timides et fébriles jusqu'à ce que la croissance dans la zone euro pour les uns, les prix des produits de base pour les autres repartent à la hausse.

Des situations contrastées d'un pays à l'autre

Sur les vingt dernières années, les PECO ont connu une transition couronnée de succès et, pour certains d'entre eux, accélérée avec les vagues d'entrée dans l'UE, en 2004 et 2007. Les conditions de vie se sont considérablement améliorées, et la pauvreté a diminué, bien que de nouvelles inégalités soient apparues. **Mais ces pays sont loin d'être homogènes. La crise a mis en lumière ces différences.**

La Hongrie, la Lettonie et l'Ukraine n'ont pas eu d'autre choix que de recourir à l'aide du FMI. Pour eux, la crise sévit déjà. D'autres pays sont confrontés à une rapide et forte détérioration de leur environnement économique. Le Fonds pourra aller à leur chevet. La Bulgarie et la Roumanie inquiètent. Afin d'éviter le pire et d'amortir le choc, la Serbie a pris les devants en concluant un *Stand-By Arrangement* avec le FMI. La Turquie est en train d'en faire autant. *A priori* plus solide financièrement, et donc pas dans le besoin d'une aide extérieure, la Russie est mise à mal par une crise de confiance sans précédent depuis dix ans et l'effondrement du prix du pétrole (qui bien évidemment entretient la vague de défiance). D'autres pays enfin font montre d'une plus grande résistance, notamment au sein de la CEI⁹ (à l'exclusion de la Russie, de la Biélorussie¹⁰ et de l'Ukraine). Ils ne sont bien sûr pas épargnés. Le zloty polonais est même l'une des monnaies de la région, mais aussi du monde émergent, à s'être le plus dépréciée depuis l'été

dernier. Mais en raison de fondamentaux plus sains et/ou d'une politique économique plus optimale, ils devraient éviter la récession.

Hongrie. Petit retour en arrière : au début du mois d'octobre 2008. Dans un contexte financier international délétère, la demande de bons du Trésor libellés en forints s'effondre. Les *spreads* par rapport aux bons de la zone euro s'élargissent à des niveaux jamais vus depuis septembre 2004. La capacité du pays à absorber le choc est sérieusement mise en doute, en raison de ses déséquilibres macroéconomiques. Les difficultés financières rencontrées alors par une grande banque détenue par des capitaux hongrois nourrissent cette inquiétude. La Hongrie plonge et le secteur bancaire agi comme un facteur de contagion.

La cause principale de la vulnérabilité hongroise ? Le recours excessif à l'emprunt, tant dans le secteur public que dans le secteur privé. Les déficits fiscaux excessifs de la première moitié de la décennie ont fait grimper la dette de l'Etat à 67% du PIB. L'endettement du secteur privé a lui aussi rapidement augmenté, surtout sa part externe¹¹. En outre, les prêts bancaires aux ménages et aux entreprises ont été souvent libellés en devises étrangères, rendant les agents privés doublement vulnérables à une détérioration du taux de change. En face, les investisseurs étrangers, inquiets, ont commencé à se détourner des actifs hongrois.

La Hongrie a été le premier NEM, et parmi les premiers pays émergents, à être frappé par le *deleveraging* mondial, malgré des déséquilibres macroéconomiques (déficits jumeaux) moins conséquents qu'en 2006 et une consolidation fiscale substantielle. **La situation se stabilise à présent.** Le pays bénéficie de l'aide du FMI. Les maisons-mères étrangères des banques continuent à se tenir aux côtés de leurs filiales hongroises. Et les réserves internationales augmentent de nouveau. Il reste encore une étape à franchir : convaincre les investisseurs internationaux que la Hongrie a les moyens de remplir ses obligations vis-à-vis de l'étranger. Les marchés financiers hongrois sont toujours soumis à d'importantes tensions, aujourd'hui entretenues par l'émergence de risques de contrepartie.

Ukraine. L'Ukraine paie ses excès passés : une croissance vigoureuse financée par endettement externe¹², soutenue par l'expansion rapide des crédits domestiques¹³, mais pas assez par des investissements productifs et de productivité, et source de tensions inflationnistes et d'un déséquilibre croissant de la balance courante. La crise financière force aujourd'hui une correction qui

8. Bulgarie, Chypre, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, République tchèque, Roumanie, Slovaquie, Slovénie.

9. Communauté des Etats indépendants : Russie, Biélorussie, Ukraine, Arménie, Azerbaïdjan, Kazakhstan, Kirghizistan, Moldavie, Ouzbékistan, Tadjikistan. Le Turkménistan est membre associé depuis 2007 et la Géorgie en est sortie en août 2008.

10. Fragilisée par des comptes externes détériorés et une forte dépendance vis-à-vis de la Russie (son principal partenaire commercial), la Biélorussie a fait appel au FMI en fin d'année dernière. Un plan de soutien de 2,5 mds \$ sur 15 mois a depuis été approuvé. Les autorités biélorusses ont par ailleurs dévalué leur monnaie de 20% au 1^{er} janvier.

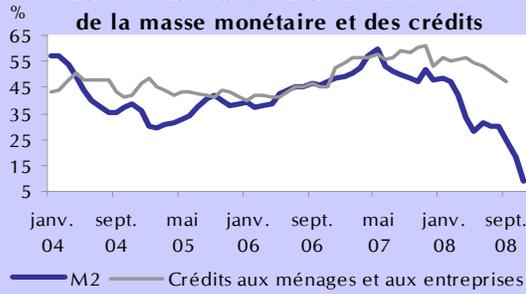
11. Presque 100% du PIB.

12. La dette externe des banques a été multipliée par quinze entre janvier 2005 et septembre 2008, celle des corporates a triplé, pour s'élever chacune à près de 25% du PIB.

13. Les crédits au secteur privé ont littéralement explosé ces trois dernières années : +70% (a/a) en moyenne entre janvier 2006 et décembre 2007 et encore +68% (a/a) en moyenne au cours des neuf premiers mois de 2008.

Graphique 3

Russie : décélération de la croissance de la masse monétaire et des crédits



Source : CBR, Crédit Agricole S.A.

était de toutes les façons nécessaire. **Les dirigeants ukrainiens ont signé un accord avec le FMI (portant sur une aide de 16,5 mds USD) en octobre dernier, mais la situation reste très préoccupante.** Le programme d'assis-

tance du Fonds semble fonctionner en Hongrie et en Lettonie, mais pas en Ukraine. Sans doute parce qu'il n'y est pas appliqué avec autant de rigueur. Les marchés financiers sont toujours fébriles, marqués par une forte volatilité, et la hryvnia

depuis septembre). L'inimitié entre le président louchtchenko et le Premier ministre Timochenko est grande et les sujets potentiellement à controverse nombreux en cette période de troubles économiques et à l'approche des présidentielles début 2010. L'accord signé avec Moscou pour mettre fin à trois semaines de crise gazière en est justement un. Obtenu par le Premier ministre, il a été dénoncé par le chef de l'Etat, ne préservant pas selon lui les intérêts de l'Ukraine. De fait, les Ukrainiens vont payer leur gaz 360 \$ par mille mètres cubes au premier trimestre 2009 (contre 179,5 \$ en 2008). Cette surcharge va inévitablement peser sur l'activité économique et la solvabilité du pays¹⁴, déjà extrêmement fragilisées.

L'Ukraine est entrée en récession et n'en sortira probablement pas avant de longs mois. Une contraction du PIB d'environ 5% est attendue en 2009. Ce chiffre pourra toutefois être revu à la hausse si la situation politique vient à nouveau à se détériorer. Dans ce contexte, les banques et les entreprises vont éprouver de grandes difficultés pour se refinancer, et le risque de défaut, y compris sur la dette externe, est en forte hausse.

Lettonie : affermissement du régime de change fixe

En janvier 2008, suite à une question posée sur les résultats des stress tests de la banque centrale, le gouverneur répondait : « Nous ne faisons pas de stress tests, nous sommes déjà dans une situation de stress ». Dix mois plus tard, la deuxième plus grande banque du pays était nationalisée, suite à des retraits massifs de capitaux étrangers. Et, en décembre dernier, le gouvernement mettait sur pied un programme d'assistance financière de 7,5 milliards de dollars, avec le FMI et l'Union européenne. Les grands déséquilibres macroéconomiques de la Lettonie avaient rendu cette conclusion presque inévitable. **L'histoire de la Lettonie est à peu près comparable à celle de la Hongrie** : surendettement, doutes sur la capacité du pays à honorer ses engagements externes, tensions extrêmes sur les marchés financiers. Et là aussi, les banques ont agi comme catalyseur de

la crise financière globale, tout en étant les premières victimes en raison de leur endettement externe élevé. **La « survie » du régime de change fixe a été un sujet de préoccupation. Il ne l'est plus, ou nettement moins.** Le gouvernement letton est réellement déterminé à maintenir sa monnaie à parité, et il bénéficie de l'appui du FMI. Certes, le taux de change ne pouvant servir de variable d'ajustement, l'emploi et les salaires vont devoir jouer ce rôle. Mais une dévaluation du lats ne permettrait probablement pas de dynamiser les exportations et exacerberait au contraire les difficultés dans le secteur financier et l'immobilier. Le risque de propagation à l'ensemble de la région ne peut en outre pas être ignoré : si les taux de change du lats venaient à changer, comment les parités de l'Estonie, de la Lituanie ou de la Bulgarie pourraient rester crédibles ?

Turquie. La Turquie est mieux armée qu'elle ne l'était en 2000, à la veille de sa dernière crise, pour faire face au marasme économique et financier mondial. Les finances publiques ont été consolidées, les capacités institutionnelles renforcées et les banques sont plus solides.

Mais elle reste fragile. Les *corporates* se sont largement endettés en devises ces dernières années, mais ne se sont pas toujours couverts contre le risque de change, voire n'avaient pas toujours des revenus en devises. La dépréciation de la livre de 17% contre l'euro depuis août 2008, et de 30% contre le dollar, va peser sur l'activité et les bilans de ces entreprises. Leur capacité à honorer leurs engagements vis-à-vis de l'étranger est même en doute. Leur besoin de financement extérieur à court terme est lourd, de l'ordre de 6% à 7% du PIB.

La croissance risque de stagner en 2009, voire d'être légèrement négative, et ne repartira probablement pas avant les premiers frémissements de la demande européenne. Il en dépendra en fait de plusieurs paramètres sur lesquels la visibilité manque : économie mondiale, capacité du gouvernement à poursuivre une *policy-mix* prudent en cette année électorale (élections municipales en mars), relations entre l'AKP et l'*establishment* laïc (de nouveau sous tension). Les dirigeants turcs sont en négociation avec le FMI. Un accord permettra d'amortir le choc.

Russie. La Russie n'est pas épargnée, en dépit de

¹⁴ Le besoin de financement externe à court terme du pays est assez nettement supérieur au niveau actuel des réserves de change et tout juste couvert si sont ajoutés les versements du FMI.

sous pression. La monnaie ukrainienne a perdu 30% de sa valeur contre l'euro depuis août dernier, et 40% contre le dollar. Et pour cause, le contexte politique reste délétère, même si une coalition gouvernementale a été reconstituée début décembre (le pays était sans gouvernement

Serbie : une démarche préventive bien venue

La Serbie est vulnérable à la crise mondiale. La balance courante est très nettement déficitaire, et les banques et les entreprises se sont massivement refinancées à l'extérieur ces dernières années. De plus, l'économie est fortement « euroisée ». L'assèchement de la liquidité internationale et les tensions sur le dinar (en baisse de 20% contre l'euro depuis août dernier, et de 33% contre le dollar) vont être lourdes de conséquences pour l'économie réelle. La croissance va ralentir assez nette-

ment en 2009, sans doute à moins de 2%. Les difficultés financières dans le secteur bancaire, et plus généralement dans le secteur privé, risquent d'augmenter au cours des prochains mois. De mauvaises surprises peuvent encore survenir : l'environnement international reste incertain et le gouvernement de coalition serbe fragile. Belgrade vient de signer un accord avec le FMI et pourra tirer sur une ligne de crédit de 530 mns USD en cas de nécessité.

fondamentaux financiers parmi les plus solides de la région. La situation économique s'est même dégradée de façon très inquiétante depuis octobre dernier. Le canal de transmission est double : commercial, via l'effondrement du prix du pétrole de près de 150 \$ en juillet 2008 à moins de 50 \$ aujourd'hui, et financier, via l'assèchement des financements externes.

Le Kremlin a mis plus de 220 mds USD sur la table pour soutenir l'économie. Le PIB s'est néanmoins contracté de 0,7% (a/a) en décembre pour la première fois depuis dix ans. Et tout indique que cela va se poursuivre au cours des prochains mois : la masse monétaire décélère brutalement (annonçant un coup de frein tout aussi fort sur les crédits) (cf. graphique 3), la croissance des salaires réels se tasse rapidement, les arriérés sur salaires s'accumulent et le chômage se creuse. Les marchés financiers restent déprimés et nerveux, et le rouble sous pression. Après avoir laissé la monnaie russe se déprécier de 19% entre la mi-novembre et la mi-janvier, la banque centrale vient de troquer sa politique de dévaluation graduelle contre une bande de fluctuation comprise entre 26 et 41 (contre le panier de devises auxquelles le rouble est fixé). Reste à savoir si le plafond est fixé assez haut. Ce n'est pas certain.

Avant que la situation se stabilise, il est indispensable, au préalable, que la confiance revienne (la Russie fait face à une crise de confiance sans précédent depuis la crise de 1998) et que les prix du pétrole se raffermissent. Sur le premier point, la visibilité est faible. Sur le second, les experts ne prévoient pas de rebond franc avant 2010 (cf. encadré « Matières premières »). Autrement dit, **l'économie russe est menacée de récession cette année** (comparé à une croissance estimée à 6,0% en 2008). Ce coup de frein brutal s'accompagnera de difficultés de paiement croissantes et pourra occasionner des tensions sociales, voire politiques.

A moyen terme, des opportunités

La crise fait entrer les PECO dans une zone de risque. Néanmoins, **le potentiel à moyen terme de la région reste réel et assez supérieur à celui de la zone euro.** L'argent sera sans doute moins facile à obtenir et plus coûteux, et les rythmes de croissance dans l'ensemble moins soutenus. Mais l'Europe émergente pourra repartir sur des bases plus saines, une fois la crise mondiale passée, et s'appuyer sur une main-d'œuvre dans l'ensemble bien formée et relativement bon marché. Les pays producteurs d'hydrocarbures pourront également profiter du rebond (probable) des prix des matières premières aux premiers signes de reprise de la croissance mondiale. Et

Pologne, République tchèque et Slovaquie : moins de dégâts en perspective

La tourmente financière mondiale n'épargne pas non plus la Pologne et la République tchèque. Leurs secteurs financiers ont subi une pression sans cesse croissante au cours des derniers mois. La réduction des émissions obligataires de l'Etat en témoigne. Ces retombées négatives ne sont pas surprenantes, étant donnée l'imbrication grandissante de leur secteur financier avec ceux du reste de l'Europe, et le grand nombre de banques appartenant à des investisseurs étrangers. Les *spreads* affectés aux maisons-mères des principales banques de ces deux pays ont augmenté, en ligne avec les inquiétudes liées à leur santé ainsi qu'à leur exposition à l'Europe émergente. Autrement dit, ces deux pays vont souffrir d'un ralentissement, voire

d'une contraction, de la croissance des crédits à court terme. Il ne fait pas de doute non plus qu'ils vont pâtir de la contraction de la demande dans la zone euro. Leurs exportations ont déjà fortement baissé. Mais la Pologne et la République tchèque sont relativement mieux positionnées face à la crise que la plupart des autres NEM. Deux raisons essentielles à cela : des déséquilibres externes plus soutenables, un *policy-mix* plus prudent. Seule la Slovaquie fait montre d'une plus grande résistance. La réussite du passage à l'Euro, et l'appréciation de la couronne slovaque qui avait précédé la transition, ont permis de protéger les marchés financiers slovaques des turbulences qui ont affecté les pays voisins.

les besoins à satisfaire restent partout énormes : en logement, en infrastructures, en biens d'équipement, en biens de consommation.

Pour que ce potentiel se réalise, tout au moins sans trop de risque, il faudra toutefois que les

dirigeants des PECO s'astreignent sans relâche à une certaine orthodoxie monétaire et budgétaire et poursuivent les réformes structurelles ou reviennent dans cette voie pour ceux qui s'en sont éloignés. C'est quasi acquis pour les NEM. Cela soulève en revanche plus de questions pour les candidats à l'UE¹⁵ et encore plus pour ceux voués à l'être et les autres. Plus généralement, là où la gouvernance pose problème (cf. graphique 4), où les institutions sont fragiles et où le paysage politique est fragmenté ou au contraire monolithique, le potentiel risque de ne pas être atteint ou de s'accompagner de mauvaises surprises. Les pays d'Europe orientale offrent sans doute les plus grandes opportunités, mais sont aussi les plus risqués. Au contraire, à l'ouest de l'est, l'intégration à l'UE est étroite et le potentiel moins risqué, plus sûr, mais aussi moins grand. ■

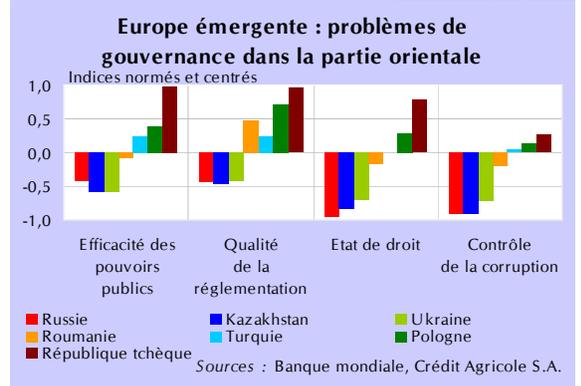
Sylvain LACLIAS

sylvain.laclias@credit-agricole-sa.fr

Christopher KWIECINSKI

christopher.kwiecinski@credit-agricole-sa.fr

Graphique 4



15. Croatie, Macédoine, Turquie.

Asie : à rude épreuve en 2009

Les pays asiatiques n'échapperont pas aux retombées de la crise mondiale. Son ampleur est telle que les amortisseurs dont disposent ces pays ne pourront que partiellement compenser le ralentissement économique. Singapour et Hong Kong, les plus ouverts, sont déjà rentrés en récession. La Corée et l'Inde connaissent des problèmes de liquidité et sont eux aussi vulnérables. Même la Chine montre des signes d'essoufflement.

Coup de frein sévère pour l'Asie exportatrice

Les économies asiatiques les plus ouvertes sur l'extérieur vont souffrir en 2009. Singapour, Hong Kong, Taiwan, le Vietnam et la Malaisie sont les plus vulnérables à un ralentissement de la demande externe de leurs principaux partenaires commerciaux. Singapour et Hong Kong sont déjà entrés en récession au 3^e trimestre 2008, et le 4^e trimestre s'annonce pire encore, avec des exportations en chute libre (cf. graphique 1). Le même scénario est en cours à Taiwan. Le Vietnam et la Malaisie devront gérer un ralentissement marqué du volume de leurs exportations de produits manufacturés, mais aussi une baisse des revenus provenant des exportations des matières premières, dont les prix chutent depuis la mi-2008. **Presque tous ces pays seront en récession en 2009 (seul le Vietnam devrait y échapper) : -2% à Singapour, -1% à Hong Kong, -1,5% à Taiwan et peut-être 0% en Malaisie.**

La Corée et l'Inde doivent faire face à de sévères problèmes de liquidité, ce qui les rend aussi vulnérables.

En Corée, la fragilité réside principalement du côté des banques. Les banques coréennes ont une liquidité moins confortable que celle des pays voisins, avec un ratio crédit/dépôt qui s'élève à 139% pour l'ensemble du système bancaire. En outre, ces banques se sont largement refinancées sur les marchés externes (en partie en raison du coût élevé de la collecte sur le marché

domestique), et à court terme : 68% de la dette externe totale des banques est à court terme (soit 146 milliards d'USD). Par ailleurs, les attaques répétées sur le won (aux conséquences sévères pour les banques) et les sorties de capitaux ont obligé les autorités à intervenir sur le marché en puisant sur les réserves de change. Les interventions de la Banque centrale n'ont cependant pas été vaines : depuis la mi-novembre 2008, le won s'est un peu raffermi et le marché monétaire s'est détendu¹. **De plus, tout laisse penser que les autorités mettraient en œuvre un "bail out" des banques si cela s'avérait nécessaire.** Le gouvernement en a les moyens, grâce à des réserves en devises confortables (202 milliards USD fin décembre 2008) et à une marge de manœuvre budgétaire importante. Mais la chute de la demande extérieure² et le nécessaire "deleveraging" de l'économie vont peser sur la croissance, qui sera très modeste (1,0%) en 2009.

L'Inde est moins ouverte que les pays voisins. La contrainte est donc ici plus financière que commerciale : plutôt que d'une chute de la demande extérieure, le ralentissement viendra des difficultés d'accès au crédit pour les entreprises indiennes et des sorties de capitaux. Les autorités n'ont en outre qu'une marge de manœuvre budgétaire très limitée.

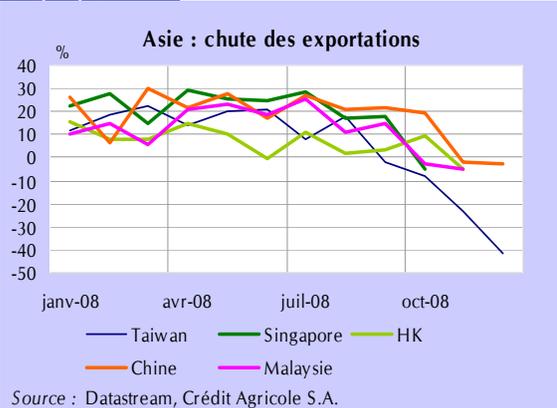
La gestion de la liquidité est la priorité immédiate. La dette externe à court terme des *corporates* est difficile à refinancer à cause du resserrement du crédit. Bien que la Banque centrale (RBI) mène depuis ces derniers mois une politique très agressive afin de procurer des liquidités et de faciliter l'accès au crédit, le coût de financement demeure élevé³. La montée de l'aversion au risque a provoqué d'importantes sorties de capitaux : la vente de titres domestiques par les investisseurs étrangers s'élève à 10 milliards USD entre avril et novembre 2008. Les fréquentes interventions des autorités sur le marché des changes ont entraîné une baisse des réserves (-50,6 mds USD entre juillet et décembre 2008), mais elles ont réussi à soutenir la roupie, qui n'a perdu que 13% depuis le début d'août, et qui est à peu près stable depuis la mi-octobre. **Les perspectives de croissance sont meilleures que dans beaucoup d'autres pays (5,5% en 2009/2010 après 7% en 2008/09), mais le ralentissement est toutefois net, alors que les élections générales sont imminentes (avril/mai 2009).**

1. Le taux des certificats de dépôts s'élève à 3,18% au 12/01/2009 contre 5,8% en août 2008.

2. L'économie coréenne est cependant nettement moins ouverte que celles d'Asie du Sud-Est : les exportations de biens et services représentent 46% du PIB.

3. 4,4% pour le taux *jjj*, 7,8% pour le taux interbancaire à 3 mois mi-janvier 2009.

Graphique 1



L'investissement public sauvera-t-il la croissance chinoise ?

La Chine, avec un poids de 7% dans le PIB mondial (10,8% en "parité de pouvoir d'achat") et une croissance économique de 9% en moyenne, a été au cours de ces dix dernières années un des principaux moteurs de la croissance mondiale. Elle est depuis 2007 la 3^e économie mondiale après les Etats-Unis et le Japon. Certains en ont conclu que même dans un environnement de crise, le "miracle" de la croissance chinoise pourrait se poursuivre⁴ et même que la Chine assurerait un relais de croissance économique qui compenserait le ralentissement dans les pays industrialisés.

Le deuxième point défiait l'arithmétique : avec 10,8% du PIB mondial, il aurait fallu à la Chine un taux de croissance extravagant pour compenser les récessions attendues aux Etats-Unis, en Europe de l'Ouest et au Japon. Et même le miracle devrait marquer une pause : **la Chine va ralentir, à la fois pour des raisons conjoncturelles et structurelles.**

La conjoncture est en effet adverse. Les exportations ont été un des principaux moteurs de la croissance chinoise, en particulier depuis son admission à l'OMC : entre 2000 et 2008, elles ont été multipliées par 5,7. **Or les exportations sont d'ores et déjà en net ralentissement** : pour la première fois depuis sept ans, on a même enregistré une contraction (a/a) en novembre et décembre 2008. Il est difficile d'attendre un rebond en 2009, compte tenu de la situation aux Etats-Unis⁵, en Europe et au Japon, les principaux partenaires commerciaux (50% de ses exportations totales). Les exportations vers les autres pays de la région, tous en ralentissement, ne prendront pas le relais⁶. Parallèlement, l'investissement fixe privé, fortement lié aux activités exportatrices, va chuter.

La consommation privée pourrait constituer un relais, mais ses perspectives à court terme sont plutôt défavorables. La hausse des faillites d'entreprises, notamment des PME et surtout dans le Guangdong, entraîne la perte de milliers d'emplois depuis le début de 2008, ce qui pèse sur la confiance des ménages⁷. Les incertitudes dans le secteur immobilier (dans certains cas, il s'agit de l'éclatement en cours d'une bulle) et la chute de la bourse chinoise (-62% depuis le 1^{er} janvier 2008) provoquent un effet de richesse négatif et aggravent le pessimisme. Enfin, le poids plus

modeste de la consommation privée en Chine que dans le reste du monde (environ 40% du PIB en 2007 contre environ 60% dans les pays industrialisés), qui s'explique principalement par la persistance d'une épargne de précaution, limite son rôle de stabilisateur de l'économie.

Il faut cependant s'attendre à une vraie résistance de l'économie chinoise, en raison des moyens dont disposent les autorités chinoises et de la priorité absolue donnée à la stabilité sociale, et donc à la création d'emplois. Elles viennent ainsi d'annoncer un plan de relance budgétaire massif : 4 000 milliards de yuans, soit 8% du PIB chaque année pendant deux ans. Une part importante est destinée aux infrastructures, et des projets en construction ont déjà été accélérés. Il est toutefois probable que ses effets ne seront sensibles qu'à partir du 3^e trimestre 2009. En attendant, les autorités soutiennent par des mesures fiscales ponctuelles les exportateurs en difficulté, et ont interdit tout licenciement aux entreprises publiques. Et si cela est jugé utile, quelques centaines de milliards de yuans seront ajoutées au plan de relance. Mais la croissance du PIB va baisser sensiblement : de 13% en 2007 et probablement 9,3% en 2008, nous attendons 6,5% en 2009.

Un changement de cap vers une politique de relance

La détérioration de la conjoncture internationale au cours de l'été 2008 a imposé un changement radical de la politique menée jusqu'au troisième trimestre par les pays asiatiques, dans laquelle la priorité était la lutte contre l'inflation. La rapidité de cette réorientation traduit la détermination des autorités des pays d'Asie à éviter que leurs économies subissent une récession d'une ampleur comparable à la crise asiatique en 1997⁸.

La priorité est désormais le soutien à la demande interne. Ainsi la plupart des pays asiatiques ont procédé à un assouplissement de la politique monétaire, avec des baisses répétées des taux d'intérêt et des taux des réserves obligatoires. La Chine, l'Inde et la Corée ont été les plus énergiques en matière de baisse des taux directeurs : -350 pdb pour l'Inde, -275 pdb pour la Corée, et -189 pdb pour la Chine entre septembre 2008 et janvier 2009). La relative aisance des finances publiques⁹ a par ailleurs permis des plans de relance budgétaire parfois massifs, sous forme d'allègements fiscaux et de dépenses publiques, surtout d'infrastructures (cf. graphique 2).

4. D'autant que la Chine paraissait très peu affectée directement par la crise des « sub-primes ».

5. Si la contraction des importations américaines ne fait aucun doute, il serait cependant intéressant d'analyser plus en détail l'impact de la chute de la demande (et notamment de celle des ménages) sur les importations en provenance de Chine. Il s'agit en effet le plus souvent de produits d'« entrée de gamme » sur lesquels une partie de la demande pourrait se reporter (de même que l'on a vu les exportations automobiles du Mexique vers les Etats-Unis résister nettement mieux que le marché américain dans son ensemble).

6. Ce qui n'empêchera pas les excédents extérieurs chinois d'augmenter encore : les importations baissent en effet plus que les exportations, en partie grâce à la chute des cours des matières premières.

7. Le marché automobile est ainsi en net ralentissement : +8% sur 11 mois en 2008, contre +24% en 2007 ; il est en baisse (-0,6%) dans le Guangdong.

8. La baisse des prix des matières premières depuis la 2^e moitié de l'année 2008 facilite en outre une baisse « naturelle » du taux d'inflation, tout en soulageant les balances des paiements et dans certains cas les finances publiques.

Graphique 2

Asie : plans de relance budgétaire annoncés fin 2008/début 2009



Source : Crédit Agricole S.A.

9. Il y a des exceptions notables, comme l'Inde.

10. Les monnaies, qui resteront faibles en 2009 après leur forte dépréciation en 2008, ne seront pas utilisées pour soutenir les exportations : une telle politique serait illusoire dans le contexte actuel de faiblesse de la demande.

1. Le taux de chômage est officiellement supérieur à 10% dans la quasi-totalité des pays MENA, et dépasse largement les 25% chez les moins de 30 ans.

Les pays asiatiques abordent pour la plupart la crise dans des conditions favorables. Depuis la crise régionale de la fin des

publics. Cependant, malgré la vigueur de la réaction des autorités locales, la contraction de la demande des pays développés sera telle qu'elle affectera l'activité dans tous les pays asiatiques, où les exportations ont été un des principaux moteurs de la croissance des dernières années¹⁰.

Au total, la croissance en Asie (hors Japon) devrait ralentir à 4,7% en 2009 après avoir atteint 7,3% en 2008. Un rebond (à 6,4%) est possible en 2010 sous réserve d'une reprise de la demande mondiale. ■

Cynthia KALASOPATAN

cynthia.kalasopatan@credit-agricole-sa.fr

années 90, des efforts considérables ont été entrepris afin de reconstituer des réserves de change et d'assainir le système bancaire et les comptes

Le monde arabe stoppé dans son élan

Grâce à la croissance des dernières années et à l'afflux de pétrodollars, la zone MENA (Afrique du Nord & Moyen-Orient) aborde la crise économique mondiale dans une position assez forte. Les pays pétroliers ont les moyens de financer des politiques budgétaires expansionnistes et les déficits éventuels. A un degré moindre (et surtout moins longtemps), les pays non pétroliers ont aussi pour la plupart la capacité d'atténuer les effets de la crise économique sur leurs populations.

La crise financière puis l'entrée en récession des principales économies mondiales affectent d'ores et déjà l'ensemble des économies de

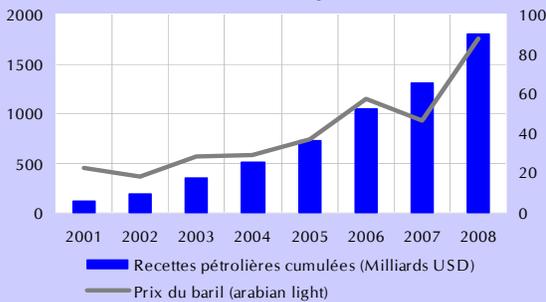
la zone MENA, qu'elles soient productrices de pétrole ou pas. Pour les producteurs, ce sont principalement la chute des cours et les baisses de production qui menacent de mettre un coup de frein à la croissance. Pour les autres, la crise se transmet par la contraction de la demande des pays développés (Etats-Unis et Union européenne) et du Golfe Persique. A quelques exceptions près, le ralentissement économique sera fort partout, et la croissance probablement divisée par deux en 2009 (passant de plus de 6% en moyenne en 2008 à près de 3%). Les pays de la région disposent de certains atouts pour réagir face à la crise, et les pays pétroliers en particulier vont bénéficier de la dynamique de croissance et des réserves considérables accumulées depuis 2002.

La hausse des cours du pétrole a offert des ressources considérables aux pays de la zone MENA

Le transfert de richesses qui s'est opéré depuis 2002 entre les grands pays consommateurs de pétrole (OCDE et Asie) et les pays producteurs a offert à ces derniers et à leurs voisins régionaux des opportunités inédites de développement. Les recettes pétrolières exceptionnelles et leurs retombées indirectes leur ont permis de commencer à doter leurs économies d'infrastructures nouvelles favorisant le développement économique (telles que celles liées au transport, à l'énergie, à l'assainissement de l'eau, à la santé, ou aux télécommunications). Ces infrastructures devant être aussi capables d'accompagner une croissance démographique forte. Pour tous, le défi de l'emploi est central : 25 à 30 millions d'emplois doivent être créés d'ici à

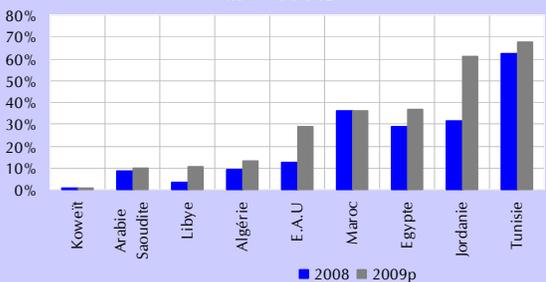
Graphiques 1 & 2

G.C.C. : revenus pétroliers



Source : Thomson Reuters, Crédit Agricole S.A.

Investissements directs étrangers en % du PIB



Source : E.I.U, Crédit Agricole S.A.

2020 pour stabiliser un taux de chômage déjà élevé¹. Parallèlement à la hausse des cours du pétrole, les pays de la zone ont aussi cherché à améliorer leur attractivité vis-à-vis des investisseurs étrangers par des réformes structurelles, et la plupart ont effectivement amélioré leurs performances en termes de compétitivité².

Une croissance dynamisée depuis 2002

Dans les pays producteurs de pétrole, la hausse des dépenses publiques favorise la croissance des secteurs non pétroliers. En Arabie saoudite ou aux Emirats, la contribution à la croissance du secteur non pétrolier devance désormais celle du secteur pétrolier. Mais le pétrole reste pourtant à la base du développement économique, finançant plus de 70% des budgets étatiques de tous les exportateurs de pétrole. Les dépenses publiques dans le GCC³, en croissance de 20% par an depuis quatre ans, ont été largement engagées dans des investissements d'infrastructures dont le montant en cours est estimé à plus de 400 milliards d'USD. Les marchés publics ont bénéficié prioritairement aux entreprises locales et les plus importantes affichent depuis des taux de croissance à deux chiffres. En outre, la hausse des salaires de la fonction publique⁴ et des transferts sociaux se sont traduits par une forte hausse de la consommation privée, notamment dans le secteur immobilier.

La plupart des pays non producteurs de pétrole ont eux aussi vu leur croissance s'accélérer au cours des quatre dernières années. Ils s'autorisaient donc récemment à viser des objectifs de croissance plus ambitieux⁵ que par le passé. La Tunisie par exemple espérait croître de 6% par an à partir de 2008, contre 5% en moyenne depuis dix ans. L'Égypte souhaitait maintenir durablement un taux de croissance moyen proche des 8%, contre moins de 5% depuis 1990. L'Algérie voulait passer d'un rythme moyen de croissance de 3% à plus de 5%, pendant au moins quelques années. Enfin, la Jordanie tablait désormais sur un point de croissance supplémentaire en moyenne. Ces rythmes de croissance pouvaient certes paraître ambitieux pour des pays souffrant pour la plupart des faiblesses de leurs systèmes productifs, inadaptés et très peu flexibles. Mais la croissance des transferts financiers en direction de ces pays semblait de nature à permettre une telle accélération en soutenant une consommation intérieure devenue un relais puissant de la croissance et en dynamisant le secteur productif.

Il faut aujourd'hui prendre acte du fait que la crise économique mondiale va remettre en cause les objectifs de croissance de l'ensemble des pays de la zone MENA. Leur capacité de réaction varie cependant sensiblement selon qu'ils soient exportateurs de pétrole ou pas.

Pays producteurs de pétrole : le pari de 2009

Entre 2002 et 2008, les ventes de pétrole du GCC se sont élevées à près de 2 500 milliards d'USD. Au premier semestre 2008, quelques semaines avant l'éclatement de la crise financière, les revenus pétroliers dépassaient déjà ceux engrangés sur l'ensemble de l'année 2007. Les pays pétroliers abordent donc la crise avec des réserves considérables⁶ et affichent officiellement leur "sérénité" : la quasi-totalité d'entre eux ont indiqué qu'ils augmenteraient leurs dépenses publiques pour éviter un ralentissement trop sensible. La croissance des dépenses serait ainsi de 10 à 20% aux Emirats ou en Arabie saoudite. Cela implique que si les cours du pétrole restaient durablement proches de 40 USD/bbl, la totalité des pays producteurs de pétrole entreraient en déficit budgétaire en 2009⁷. Les réserves accumulées au cours des dernières années sont néanmoins suffisantes pour financer ces déficits sans difficulté majeure. Pour le moment, les pays pétroliers du GCC font le pari d'une reprise économique fin 2009, qui permettrait aux cours du pétrole de retrouver de la vigueur dès le début de l'année 2010, ce qui est loin d'être acquis (voir encadré « Matières premières »).

Ils devront néanmoins gérer, de manière localisée, des phénomènes de bulles spéculatives ou, paradoxalement, de credit squeeze. En effet, lorsque la crise financière a éclaté sur les marchés, le GCC était en plein boom : du crédit, de l'investissement et de la consommation. C'est particulièrement vrai à Dubaï où la combinaison d'une politique de développement ambitieuse associant dépenses publiques et forte croissance des crédits bancaires a permis à l'Émirat

2. On notera que l'Égypte s'est classée 1^{re} au niveau du rythme des réformes du Doing Business 2008, après la 1^{re} place du Maroc en 2006; la Tunisie se place à la 36^e position des économies les plus compétitives selon le classement de Davos en 2007. Dans la région MENA, seuls l'Irak et l'Iran se sont distingués par l'absence de réformes significatives récentes. L'Égypte et l'Arabie saoudite ont été les plus distinguées au cours des quatre dernières années pour leurs réformes jugées positives.

3. Conseil de Coopération du Golfe, regroupant l'Arabie saoudite, le Koweït, les Emirats Arabes Unis, Oman, le Qatar et Bahreïn.

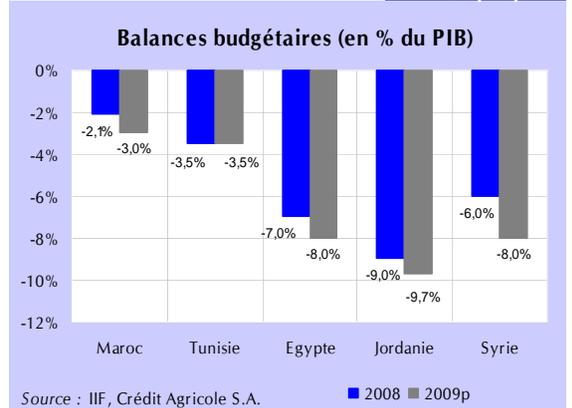
4. La fonction publique occupe plus de 80% des nationaux du GCC ayant un emploi.

5. Exceptions notables : les pays affectés par un contexte politique difficile tels que l'Iran, l'Irak, le Liban, la Palestine ou encore le Yémen.

6. Les réserves atteignent plus de 1 500 milliards d'USD dans le GCC, 140 et 95 milliards pour l'Algérie et la Libye respectivement fin 2008.

7. A l'exception des Emirats, du Qatar, de la Libye et de l'Algérie qui équilibrent leurs comptes à moins de 30 dollars.

Graphique 3



8. Plus de 6% par an en moyenne depuis 1990

9. La dette de Dubaï, qui était estimée à 45% du PIB en 2007, serait en réalité de 148% en 2008, selon les données révélées par les autorités pour la première fois. Abu Dhabi est quant à lui endetté de moins de 3% de son PIB.

10. La protection sociale et de l'emploi des travailleurs dans le GCC étant plus faible qu'en Europe ou aux Etats-Unis, il est plus aisé d'ajuster la population active (étrangère) à l'activité économique. L'Egypte serait le pays le plus affecté par ce phénomène dans la zone MENA. Dans la zone MENA, les transferts en provenance du GCC représentent 25% du total.

11. Sama Dubaï affirme par exemple que son projet des "portes de la Méditerranée" d'une valeur de 25 milliards d'USD, lancé à Tunis en 2008, ne prendra pas de retard malgré la crise financière. Sama Dubaï est le premier développeur immobilier arabe.

de croître à un rythme effréné⁸. Avec la crise financière et le tarissement des financements internationaux, Dubaï rencontre aujourd'hui des difficultés pour refinancer une dette qui a explosé en 2007/08⁹. Le renchérissement de l'argent menace aussi de faire chuter les prix immobiliers, ce qui renforcerait les problèmes de financement. Dubaï pourrait au final avoir besoin du soutien financier de son riche voisin Abu Dhabi pour se consolider. Après la crise, l'Emirat pourrait ainsi perdre de son attrait pour les investisseurs, et croître un peu moins rapidement. L'atterrissage en (semi) douceur reste encore le scénario le plus probable pour le GCC.

Pays importateurs de pétrole : tenir jusqu'en... 2010

En 2009, il est probable que les principales sources de devises (tourisme, transferts privés, et IDE) des pays importateurs de pétrole de la zone MENA soient affectées par le ralentissement économique mondial. En 2008, les transferts représentaient 6% du PIB en Egypte, 9% au Maroc, 5% en Tunisie, et plus de 22% au Liban et en Jordanie : ils vont vraisemblablement se réduire, particulièrement ceux en provenance du GCC¹⁰. Le tourisme et les IDE le seront aussi, même s'il reste possible que le tourisme résiste mieux dans certains pays en raison d'une spécialisation *low cost*, et que les IDE dans un certain nombre de projets en cours resteraient maintenus en l'état¹¹.

Comme dans le Golfe, il sera difficile de maintenir la croissance au niveau de 2008. Il faut en effet rappeler que l'Europe absorbe plus de 70% des exportations du Maghreb, et que la croissance européenne sera très probablement négative en 2009. Mais alors que les tensions sociales sont parfois très vives, un ralentissement qui pèsera sur la création d'emplois générera des difficultés politiques croissantes. De nombreux pays seront donc tentés de soutenir l'activité économique et l'emploi en maintenant le niveau des dépenses publiques.

En 2009, la plupart prévoient d'ailleurs une hausse des dépenses publiques malgré la grande incertitude qui pèse sur les recettes. Heureusement, après quelques années de croissance soutenue, **ces économies disposent de liquidités suffisantes** (c'est vrai pour l'Egypte, le Maroc, le Liban, la Jordanie ou encore la Tunisie) **pour supporter une hausse des déficits budgétaires**. Mais au-delà de 2009, il est fort possible que ces réserves ne soient plus suffisantes. Un dégel des marchés financiers internationaux serait alors nécessaire pour assurer l'ensemble des besoins de financement. Les pays qui seraient les plus sensibles à une poursuite de la crise au-delà de 2009 sont certainement l'Egypte et le Liban, endettés respectivement à hauteur de plus de 80% et 200% de leur PIB. ■

Riadh EL-HAFDHI
riadh.el-hafdhi@credit-agricole-sa.fr

Amérique latine : victimes collatérales

L'Amérique latine a été rattrapée par la crise financière. Son impact n'y est qu'accessoirement financier, même si la raréfaction du crédit pèse aussi sur la croissance. La contagion s'est opérée avant tout par l'économie réelle : contraction de la demande extérieure, chute sévère des cours des matières premières exportées. Et faute de moyens budgétaires pour financer des plans de relance (sauf au Chili), les pays ne peuvent compter que sur un assouplissement monétaire... et attendre la fin de la crise.

Un ralentissement économique général

L'ouverture limitée des économies latino-américaines (bien moindre que celle de la plupart des économies asiatiques) **avait pu faire imaginer que l'impact de la crise financière y serait *in fine* modeste**. Pourtant, dès le début du mois d'août, un premier impact se manifestait, avec la chute brutale du real brésilien et du peso mexicain, provoquée par d'importants retraits de capitaux

par des investisseurs en besoin de liquidité (et peut-être aussi anticipant, fort justement, une évolution défavorable des bourses de São Paulo et de Mexico).

L'activité est cependant restée soutenue au troisième trimestre 2008, avec même dans plusieurs pays (Brésil, Chili, Equateur) un rebond inattendu de la croissance du PIB. Mais les indices se multiplient d'un net ralentissement, et dans certains cas

Graphique 1

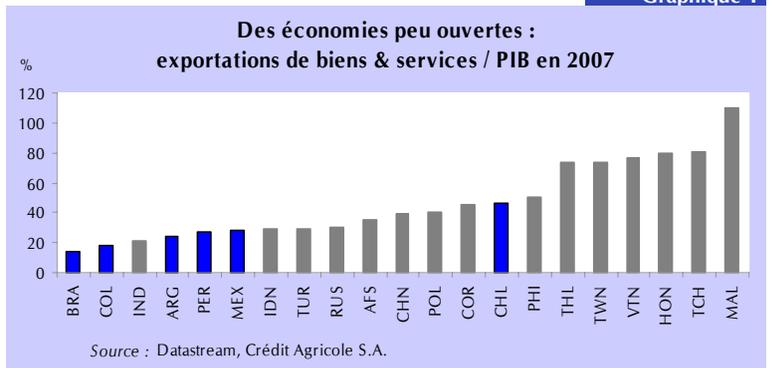
d'une contraction, au quatrième trimestre. Le cas le plus significatif est sans doute celui du Brésil, a priori le pays qui aurait dû être le moins sensible à l'environnement extérieur : la production industrielle y a chuté de 5,2% (m/m) en novembre, après un premier recul de 2,8% en octobre. Le mois de décembre ne sera pas meilleur : on sait déjà que la production d'automobiles a baissé de 54% (m/m), après -35% en novembre. Cette contraction est en partie due à une réduction des stocks, les ventes de décembre n'ayant baissé "que" de 20% : elle traduit donc le pessimisme des constructeurs quant aux perspectives du marché.

Au Mexique, la bonne tenue des services a permis au PIB de résister jusqu'au troisième trimestre, mais la production industrielle est en baisse (a/a) depuis le mois de mai. De manière un peu surprenante, la construction automobile a tenu jusqu'en octobre, grâce aux exportations vers les Etats-Unis (le Mexique produit des petites voitures pour le marché américain), alors que le marché domestique se contractait dès juillet. Mais les chiffres de novembre et décembre sont mauvais : les exportations et les commandes chutent, et les entreprises s'efforcent de réduire leurs coûts par des liquidations de stocks et des licenciements.

Des difficultés objectives, aggravées par le pessimisme des agents économiques

La récession mexicaine était attendue : 80% des exportations sont destinées aux Etats-Unis. **La chute de la demande des pays développés est en effet le principal canal par lequel la crise se transmet aux pays émergents, en Amérique Latine comme en Asie.** L'effet est dans certains cas indirect : ainsi l'Uruguay souffre du ralentissement du Brésil et de l'Argentine, et la Colombie de celui du Venezuela et de l'Equateur.

Le ralentissement mondial se traduit aussi par une baisse des cours des matières premières, qui gardent un poids élevé dans les exportations de la plupart des pays de la région : pétrole au Venezuela (94% du total des exportations), en Equateur (58%) et dans une moindre mesure au Mexique (16% mais 36% des recettes budgétaires), soja en Argentine (24%), cuivre au Chili (56%) et au Pérou (25%, mais 50% avec l'or et le zinc). Le Brésil et la Colombie, aux exportations plus diversifiées mais où les produits de base représentent respectivement 32% et 47% des exportations, sont également affectés.



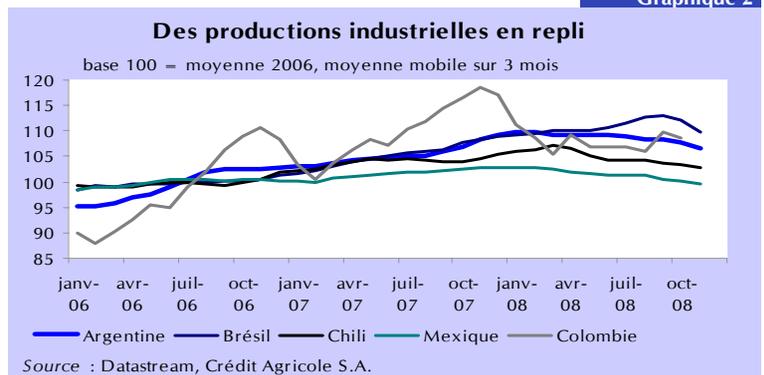
Dans quelques cas, le poste des transferts privés est lui aussi touché. Au Mexique, ils ne représentent que 2,4% du PIB, mais leur rôle social est important dans les états pauvres du centre et du sud du pays. L'impact sera beaucoup plus sévère dans certains petits pays : en Amérique centrale (Salvador : 19% du PIB, Guatemala : 14%), et en République dominicaine (9% du PIB).

De plus, même si les positions extérieures de presque tous les pays (et surtout des souverains) sont beaucoup plus confortables qu'au début de la décennie, **les économies latino-américaines restent dépendantes des marchés financiers internationaux :** les grandes entreprises y sont structurellement emprunteuses, et beaucoup de banques s'y refinancent. Or ces flux se sont largement taris¹.

Enfin, il est incontestable que l'impact de la crise est aggravé par un facteur psychologique spécifiquement latino-américain. Le Brésil en est la meilleure illustration, avec un ralentissement qui va bien au-delà de ce que devraient impliquer les seuls éléments objectifs. La conjonction de la baisse des cours des matières premières, de la chute du real et de la Bourse, et des mésaventures de quelques entreprises ayant fait de mauvais paris sur le marché des changes a un effet dépressif sur l'ensemble des agents. Les ménages ne consomment plus, les entreprises n'investissent plus, et les

¹ Le 25 janvier, Codelco (entreprise d'Etat chilienne, 1^{er} producteur mondial de cuivre), a ainsi dû accepter une marge de 537,5 pdb au-dessus des T-Bonds pour une émission obligataire de 600 M USD à 10 ans. Il s'agissait de la première émission non souveraine dans la région depuis juillet 2008.

Graphique 2



banques ne prêtent plus : les conséquences sur l'activité sont évidentes.

Des réactions modestes

Les plans de soutien à l'activité annoncés par les gouvernements latino-américains restent très modestes, à deux exceptions près. Ainsi, au Mexique, le pays le plus affecté par la crise, l'ensemble des mesures présentées le 7 janvier par le président Calderón représente 3,3 milliards d'USD, soit 0,3% du PIB (non compris quelques gels des prix de l'énergie). Le plan brésilien est encore plus limité (0,2% du PIB), et la Colombie n'a encore annoncé aucune mesure significative. La raison en est simple : certains pays ont déjà des finances publiques en difficulté (Colombie), ou en dégradation (Mexique, à cause de la chute du prix du pétrole), ou ne veulent pas mettre en péril leur nouvelle image chèrement acquise de gestion "responsable" (Brésil, Uruguay). Les deux exceptions sont le Chili, où la politique budgétaire contra-cyclique menée depuis 2001 a permis de dégager des réserves significatives (21 milliards d'USD, soit 12% du PIB) dont une partie va être utilisée pour soutenir l'activité en 2009², et dans une moindre mesure le Pérou.

Les marges de manœuvre sont plus importantes sur la politique monétaire. Mais les banques centrales, le plus souvent indépendantes et encore préoccupées par l'inflation qui les avait partout conduites à augmenter les taux directeurs en 2008, ont hésité à réagir au retournement de conjoncture. La première à le faire a été le Banco de la República colombien, fin décembre. Il a été suivi le 8 janvier par la Banque centrale du Chili (-100 pdb, la plus forte baisse depuis 1998), le 16 par la Banque du Mexique (-50 pdb), et le 21 janvier par le Brésil, de manière assez agressive (-100

pdb). Dans la plupart des pays, les baisses cumulées pourraient dépasser 200 pdb en 2009.

Le taux de change n'est sauf exception pas utilisé comme un instrument de politique économique. La plupart des pays ont laissé (plus ou moins contraints) leur monnaie glisser pendant la seconde moitié de 2008. L'essentiel de la (souvent nécessaire) correction a déjà eu lieu. L'objectif est maintenant de stabiliser les taux de change dans un environnement incertain.

A moyen terme, un vrai potentiel de rebond

Dans un environnement très défavorable, avec des capacités de réaction limitées, l'Amérique latine va voir sa croissance ralentir très sensiblement en 2009, à 1,5% contre 4,1% en 2008. Le Mexique restera en récession, et un seul pays (le Pérou) pourrait enregistrer une croissance supérieure à 3%. La région apparaît largement impuissante à maîtriser son avenir immédiat : les quelques mesures de soutien aux économies n'auront qu'un impact limité, et la reprise dépendra avant tout du rebond de la demande mondiale (attendu fin 2009) et de son impact sur les matières premières.

Pourtant, l'Amérique latine n'est plus celle d'il y a dix ans : les finances publiques ont été sauf exception assainies, le poids des dettes extérieures est en baisse, les prix sont mieux maîtrisés... Un retour à une croissance soutenue est donc possible, malgré les handicaps structurels persistants : taux d'épargne faible, fuite des capitaux dans quelques cas, sociétés inégalitaires et inéquitables, systèmes éducatifs défaillants... ■

Jean-Louis MARTIN

jean-louis.martin@credit-agricole-sa.fr

Directeur de la publication : Jean-Paul Betbèze
Rédaction en chef : Jean-Paul Betbèze — Jean-Louis Martin
Réalisation et secrétariat d'édition : Véronique Champion-Faure

Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques
75710 PARIS cedex 15 — Fax : +33 1 43 23 24 68
Copyright Crédit Agricole S.A. — ISSN 1248 - 2188
Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Internet : <http://www.credit-agricole.com> - Etudes Economiques
Abonnez-vous gratuitement à nos publications électroniques

2. Le plan de relance représenté 2,2% du PIB.

3. Pour la région, 20% du PIB en 2008, contre 43% en 2003.