

Emergents, subprimes et inflation

■ Connexion, inflation, inflexion	1
<i>Encadré</i> - Les Etats-Unis : un important marché d'exportation pour les BRIC et les Prochains 13	3
<i>Encadré</i> - Quelles perspectives à court terme pour l'économie américaine ?	5
<i>Scénario économique</i>	7
■ Kazakhstan : la première victime	8
■ « Pauvre Mexique : ... si près des Etats-Unis »	10
■ Philippines : les moteurs de la croissance sont grippés	11
<i>Encadré</i> - Les banques émergentes vont-elles échapper à la crise ?	13
■ Afrique du Sud : dans la tourmente financière	14
■ Egypte : le prix de la croissance	15

Connexion, inflation, inflexion

Les émergents ont radicalement changé. Leur gestion économique s'est améliorée. Leurs fondamentaux se sont redressés et leur résistance aux chocs externes est meilleure que jamais. Pour autant, ils ne sont pas déconnectés du reste du monde. Il n'y a pas de découplage. Le ralentissement de l'économie américaine et les tensions sur les marchés internationaux de capitaux jettent même le trouble sur leur trajectoire à court/moyen terme. Cependant, la plus grande menace vient de la hausse des prix du pétrole et des denrées agricoles. Ces événements rappellent aussi que le risque pays n'a pas disparu. Certains pays émergents sont en effet plus vulnérables que d'autres. Il faudra donc être plus discriminant.

Le moteur émergent

Les pays émergents connaissent un développement sans précédent depuis le début de la décennie. L'amélioration de leurs politiques budgétaire et monétaire et l'engagement de réformes structurelles y ont aidé. Leur croissance s'est ainsi accélérée de 3,3% (en moyenne annuelle) au cours des années 1990 à 6,4% depuis. Dans le même temps, la croissance des économies développées a ralenti de 2,7% à 2,5%. L'Asie et la Communauté des Etats Indépendants ont été les deux régions les plus dynamiques¹. A l'opposé, l'Amérique latine a peiné à élever son rythme de croissance.

Les économies émergentes ont été le moteur de la croissance mondiale ces dernières années. Elles y ont contribué pour deux tiers environ, les BRIC (Brésil, Russie, Inde, Chine) pour près de la moitié et la Chine seule pour un quart. Elles ont

également été le moteur du commerce international. Leurs importations de biens et de services (en volume) ont augmenté deux fois plus vite que celles des économies développées² et ont ainsi compté pour plus de la moitié de la hausse du volume total d'importations depuis 2000. Les émergents génèrent aujourd'hui près du tiers des échanges commerciaux mondiaux. En outre, le commerce Sud-Sud a connu un essor sans précédent³. Il représente désormais presque la moitié des échanges de marchandises de ces pays, contre environ 30% au début des années 1990.

Parallèlement, l'inflation a connu une forte décure. Très souvent à deux chiffres, voire à trois, dans les années 1990, elle est désormais passée sous la barre des 10% chez la plupart. Une certaine rigueur budgétaire s'est aussi imposée un peu partout et l'endettement public s'est globalement réduit⁴.

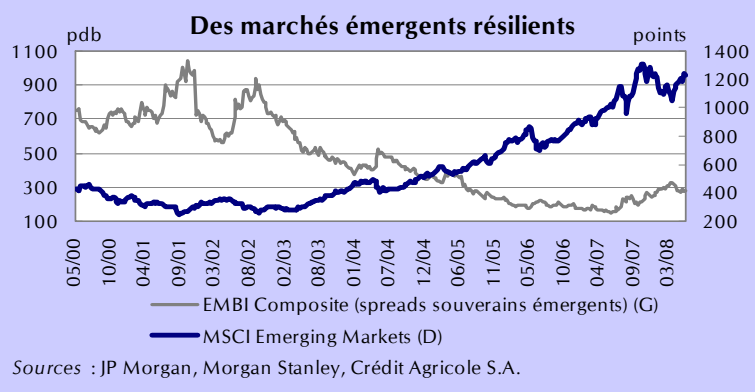
1. Le taux de croissance moyen annuel entre 2000 et 2007 s'est élevé à 8,1% en Asie, 7,4% dans la CEI, 5,5% en Afrique, 5,3% au Moyen-Orient, 5% en Europe centrale et orientale et 3,6% en Amérique latine.

2. 11,1% par an en moyenne entre 2000 et 2007.

3. Voir « Des échanges Sud-Sud... à la montée en puissance du monde émergent », Eclairages n°117, Décembre 2007.

4. De plus de 45% du PIB au tournant du siècle à environ 35% du PIB aujourd'hui.

Graphique 1



5. Dont 375 mds USD pour la Chine.

6. L'excédent courant asiatique s'est élevé à 383 mds USD en 2007, celui du Moyen-Orient à 275 mds USD.

7. 9,4 mois d'importations de biens et services et trois quarts des réserves de change mondiales.

Le créancier émergent

La balance courante des émergents a basculé d'un déficit à un excédent chronique au tournant du siècle. C'est sans doute le phénomène le plus marquant. Ce surplus s'est élevé à 631 mds USD⁵ (4,1% du PIB en moyenne) en 2007, lorsque les économies avancées ont généré un déficit de 463 mds USD. En d'autres termes, les pays émergents, principalement d'Asie et du Moyen-Orient⁶, sont devenus les créanciers des pays développés.

Les revenus ainsi dégagés ont permis aux émergents de se désendetter, du moins en valeur relative, et d'accumuler des réserves de change. Leur dette extérieure et son service sont respectivement tombés de 123% et 23% des exportations de biens et services en 2000 à 71% et 12% l'an passé. Leurs réserves de change ont été multipliées par plus de cinq au cours de cette période. Elles s'élevaient à 3 706 mds USD en fin d'année dernière⁷, dont près de la moitié pour la Chine.

Le monde émergent peut-il pour autant passer au travers de la crise des *subprimes* et du ralentissement américain et européen ? En d'autres termes, la trajectoire des économies émergentes est-elle « découplée » de celles des économies développées ?

Découplage ? Les marchés y croient

Les projections de croissance pour 2008 et l'évolution des marchés émergents ces dernières semaines pourraient en effet le laisser croire. Le FMI ne prévoit qu'un léger ralentissement des économies émergentes cette année, en raison du dynamisme de la demande intérieure. Leur croissance s'élèverait à 6,7%, contre 7,8% en 2007. Elle s'accélérait même au Moyen-Orient et serait supérieure à son rythme moyen depuis 2000 dans toutes les régions, à l'exception de l'Europe centrale et orientale et de la CEI.

Après le coup de froid des derniers mois, les marchés émergents se ressaisissent (cf. graphique 1). La liquidité sur les marchés internationaux de capitaux ne s'est pas évaporée. Les investisseurs cherchent des opportunités et du rendement. Ils les trouvent actuellement sur les marchés émergents. L'indice MSCI *Emerging Markets* de Morgan Stanley est revenu à son niveau de début d'année et flirte avec des plus hauts historiques. Il s'inscrit même en hausse de 18% en Amérique latine et de 5% en Europe centrale et orientale. Les *spreads* sur les émissions obligataires souveraines en devises sont repartis à la baisse. Ils n'accusent plus qu'une hausse d'une vingtaine de points de base (pdb) depuis janvier 2008 et d'une centaine sur un an. Ils restent en tout cas à des niveaux historiquement bas. Quant aux devises émergentes, à l'exception pour l'essentiel du rand sud-africain, de la roupie indienne et de la livre turque, elles ont continué de s'apprécier contre le dollar.

Tableau 1

Répartition par zones des exportations des BRIC et des Prochains 13

	Amérique du Nord	Amérique latine	Europe	Prochains 13	BRIC	Asie	Moyen Orient	Reste du monde
Iran	0%	0%	27%	18%	21%	27%	4%	2%
Ukraine	3%	1%	38%	16%	24%	6%	8%	4%
Turquie	5%	0%	62%	5%	6%	3%	13%	5%
Russie	5%	0%	63%	13%	7%	8%	2%	1%
Argentine	9%	20%	20%	11%	30%	3%	3%	5%
Égypte	13%	0%	43%	5%	3%	7%	20%	8%
Indonésie	14%	0%	15%	14%	15%	32%	3%	8%
Afrique du Sud	14%	0%	37%	7%	10%	13%	3%	15%
Thaïlande	14%	1%	16%	17%	13%	24%	4%	12%
Philippines	15%	0%	11%	9%	29%	24%	1%	10%
Inde	17%	1%	23%	12%	10%	14%	14%	9%
Brésil	17%	12%	25%	19%	12%	6%	3%	6%
Malaisie	17%	0%	14%	13%	12%	31%	3%	10%
Chine	22%	2%	21%	10%	5%	18%	3%	19%
VietNam	25%	0%	24%	12%	8%	20%	1%	10%
Nigéria	52%	1%	22%	5%	10%	2%	0%	8%
Mexique	84%	5%	5%	1%	2%	2%	0%	1%

Sources : FMI, Crédit Agricole S.A.

Deux canaux de transmission de la crise des *subprimes*

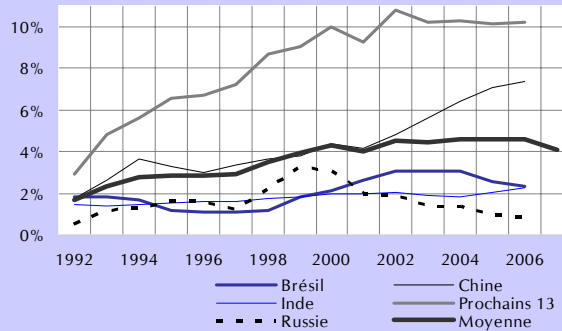
Des canaux de transmission existent, cependant. Le premier est commercial. L'essor des échanges com-

Encadré 1 Les États-Unis : un important marché d'exportation pour les BRIC et les Prochains 13

Les BRIC¹ ont construit leur dynamisme économique en grande partie grâce à l'essor de leurs exportations au cours de la dernière décennie. De manière similaire, les Prochains 13² et plus généralement les pays émergents s'appuieront sur la demande extérieure pour soutenir le développement de leur économie.

Les États-Unis sont le premier importateur de produits en provenance des émergents. Le ralentissement de la croissance américaine ne sera donc probablement pas sans conséquence sur la croissance de ces pays. Tous ne seront pas impactés de la même façon. Les plus sensibles à un mécanisme de transmission par les échanges commerciaux sont ceux dont la part des exportations vers les États-Unis dans le PIB et dans les exportations totales est la plus élevée.

Exportations vers États-Unis / PIB nominal



Sources : FMI, Crédit Agricole S.A.

La Chine et les Prochains 13 se distinguent par une forte dépendance aux exportations à destination des États-Unis. De plus, entre 1992 et 2006, la part des exportations vers ce pays dans leur PIB s'est accrue de plus de 300% pour la Chine et de plus de 250% pour l'ensemble des Prochains 13. La Chine et les Prochains 13 seraient donc les premiers pays émergents à ressentir l'impact d'un ralentissement des importations américaines sur la croissance de leur PIB. Sur ce point, le Mexique apparaît comme le plus sensible : 85% de ses exportations sont destinées à son voisin. A l'inverse, les États-Unis n'absorbent qu'une faible part des exportations de l'Iran, de l'Ukraine, de la Turquie et de l'Argentine.

réduire depuis le début des années 1990. Ils ont diversifié leurs marchés d'exportations vers l'Asie et le Moyen-Orient pour l'Inde, et l'Amérique latine et les Prochains 13 pour le Brésil. Les exportations russes reposent quant à elles sur l'Europe où elles trouvent deux tiers de leurs débouchés. Néanmoins, essentiellement constituées de pétrole et de gaz, elles dépendent *in fine* de la demande mondiale. Ces pays ne sont cependant pas immunisés contre un ralentissement des échanges mondiaux, car leurs clients seraient affectés.

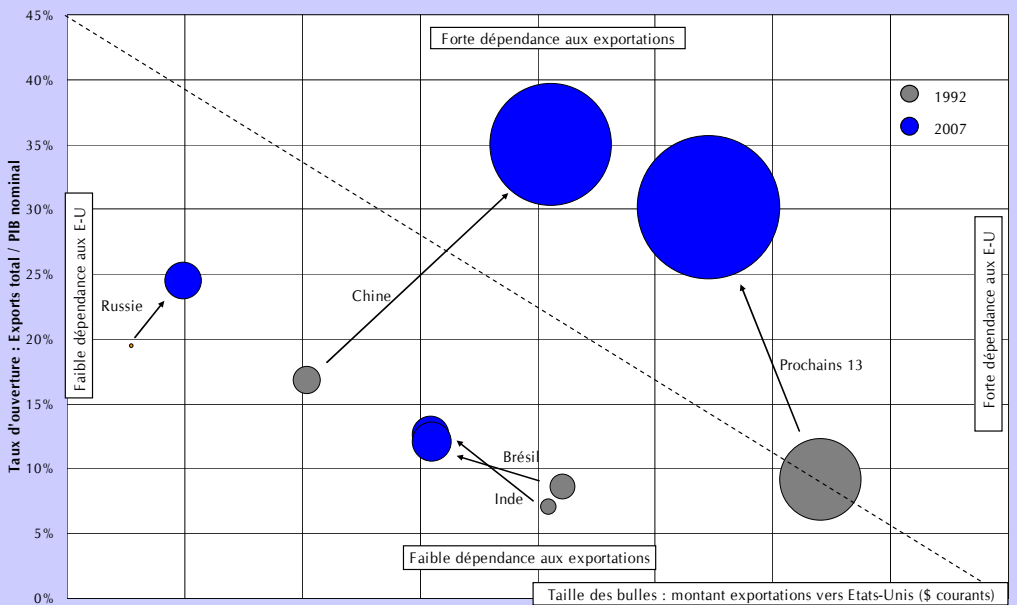
Robin MOURIER

robin.mourier@credit-agricole-sa.fr

Le Brésil, l'Inde et la Russie dépendent plus modérément de leurs exportations vers les États-Unis. Les deux premiers, malgré une ouverture croissante de leurs économies, ont même vu cette dépendance se

1. Le Brésil, la Russie, l'Inde et la Chine.
2. L'Afrique du Sud, l'Argentine, l'Égypte, l'Indonésie, l'Iran, la Malaisie, le Mexique, le Nigeria, les Philippines, la Thaïlande, la Turquie, l'Ukraine et le Vietnam.

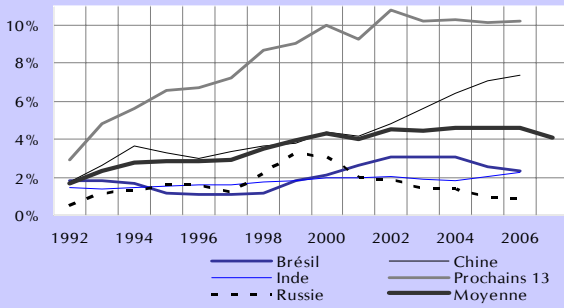
Ouverture des économies et diversification des exportations



Sources : FMI, Crédit Agricole S.A.

Graphique 2

Exportations vers États-Unis / PIB nominal



Sources : FMI, Crédit Agricole S.A.

8. L'Afrique du Sud, l'Argentine, l'Égypte, l'Indonésie, l'Iran, la Malaisie, le Mexique, le Nigeria, les Philippines, la Thaïlande, la Turquie, l'Ukraine et le Vietnam. Voir aussi « Le temps des Prochains 13 », Eclairages n° 120, Mars 2008.

9. 50% par an en moyenne entre 2003 et 2007.

10. « Changing Nature of North-South Linkage », Akin C., Kose A., Journal of Asian Economics, 2008.

produits intermédiaires, les assemble et exporte le résultat de cette transformation vers les pays développés. Autrement dit, **le commerce Sud-Sud s'est en partie développé sur l'échange d'inputs, dont la fonction première est de contribuer à la production de biens vendus au Nord. Il est donc autant la marque d'une nouvelle forme de dépendance que d'une plus grande indépendance envers les économies développées.** En outre, les Etats-Unis continuent de peser dans les exportations des principaux pays émergents, les BRIC et les Prochains 13⁸ (cf. encadré 1). Ils absorbent 84% des exportations mexicaines, 25% des vietnamiennes, 22% des chinoises ou encore 17% des brésiliennes et des indiennes (cf. tableau 1).

Le second canal est financier. En dépit des larges excédents courants dégagés, les pays émergents restent d'importants importateurs de capitaux privés étrangers en provenance des économies développées. L'explication tient en partie au développement encore insuffisant des secteurs bancaires et des marchés financiers domestiques. Les IDE facilitent aussi des transferts de technologie et de savoir-faire. De façon concomitante à leur croissance, ces pays ont connu une forte progression des entrées de capitaux privés étrangers ces dernières années⁹ (cf. graphique 2). Les difficultés

rencontrées par les grandes banques internationales ne seront donc pas sans impact sur leur financement. Les marges demandées ont déjà été revues à la hausse et les

crédits bancaires vont très probablement reculer. Mais l'amplitude de cette baisse reste difficile à évaluer.

Par ailleurs, les investisseurs étrangers ont manifesté plus d'appétit pour les marchés d'actions et de dette domestique ces dernières années. Leur profil a également changé. Les fonds spéculatifs ont pris du poids. Les liens entre les émergents et le système financier international en sont inévitablement renforcés, et la sensibilité des premiers aux soubresauts du second accrue (dans les deux sens).

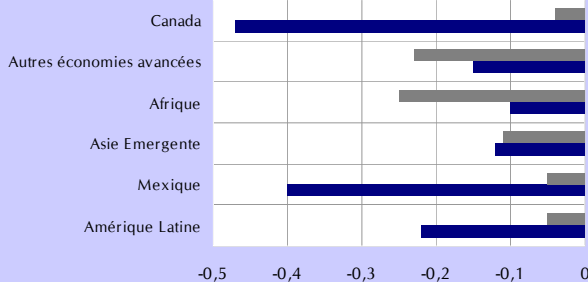
Une récente étude¹⁰ conclut sur une baisse de l'impact d'un ralentissement de la croissance des économies avancées sur les économies émergentes au cours des deux dernières décennies. Néanmoins, **le phénomène de contagion reste substantiel** (cf. graphique 3). Un point de croissance en moins dans les premières devrait engendrer 0,35 point de croissance en moins dans les secondes. Les auteurs distinguent les économies émergentes des économies en développement, dont la sensibilité serait restée stable (aux alentours de 45%). **Le FMI précise par ailleurs que ce processus est non linéaire, modéré dans le cas d'un ralentissement des économies avancées, bien plus fort dans celui d'une récession.** Le canal financier a pris de l'importance et contribue sans doute à ce résultat.

Il n'est donc pas question de déconnexion entre le monde émergent et le monde développé. Le premier reste sensible au second et cette sensibilité s'accroît même en fonction de l'intensité du choc. En d'autres termes, la trajectoire des pays émergents à l'horizon des dix-huit prochains mois n'est ni tracée, ni sans risque. La durée et l'ampleur de la crise qui frappe l'économie américaine et les grandes banques internationales restent incertaines (cf. encadré 2).

Graphique 3

Conséquences d'un ralentissement américain

Impact d'une baisse de 1 point de pourcentage de la croissance des Etats-Unis et de la Zone Euro



Sources : FMI, Crédit Agricole S.A.

L'inflation : un facteur d'inquiétude supplémentaire

D'autres développements conduisent à s'interroger sur les perspectives des économies émergentes à court/moyen terme. **La hausse du prix des actifs et la baisse des rendements pose la question d'une déconnexion avec les risques sous-jacents.** Une correction s'est opérée sur certains marchés ces derniers mois. Les bourses asiatiques ont un peu plus marqué le pas qu'ailleurs. La gamme des spreads s'est élargie. Les prix de l'immobilier ont reculé ou se sont stabilisés en Eu-

Encadré 2

Quelles perspectives à court terme pour l'économie américaine ?

Effectué le week-end des 15-16 mars, le sauvetage *in extremis* de la banque d'affaires Bear Stearns, jugée « too interconnected to fail », marque un tournant dans la crise. Depuis, la situation a cessé d'empirer et des signes d'amélioration naissent sur certains compartiments de marché. Le risque d'une crise systémique a reculé. L'idée que « le pire est derrière nous » se renforce à mesure que le temps passe. De plus, à ce jour, malgré la multiplication des chocs (pétrole, immobilier, finance), la croissance dans les pays développés fait encore preuve d'une certaine résilience. L'économie américaine en particulier flirte avec la récession, mais sans donner signe de s'y enfoncer. Elle envoie des signaux plutôt contradictoires, entre croissance faible mais positive du PIB au premier trimestre et chute de la confiance des ménages associée à un chômage en hausse, mais notre indicateur de récession semble montrer que la ligne rouge a été franchie.

Une récession qui ne dit pas son nom

Cet indicateur utilise la technique des MS-VAR¹ et postule que l'économie américaine connaît deux états : un état haut (expansion) et un état bas (récession). En cohérence avec le NBER, la récession est ici définie comme un ralentissement significatif de l'activité économique touchant l'ensemble des secteurs de l'économie durant plusieurs mois². Le modèle fait donc ressortir la probabilité que les Etats-Unis soient en récession à un instant donné. Le graphique retrace l'historique de ces probabilités sur les vingt dernières années. Lors des quatre dernières récessions classées comme telles par le NBER, la détection de ces phases de récession avait lieu avec un retard moyen d'un mois. Notre indicateur est donc très légèrement retardé. La probabilité de récession est ressortie à 62% en avril (contre 6,5% en mars), suggérant que l'économie américaine était entrée dans cette phase courant mars ou avril. On attendra cependant les prochaines mises à jour de notre indicateur avant de valider son message d'une récession en cours. A ce jour, nous n'avons pas encore de certitude : la récession semble bien là mais elle ne dit pas franchement son nom.

Une issue encore incertaine

L'amélioration de la situation sur les marchés financiers est clairement une bonne chose. Elle signifie

une meilleure transmission de la politique monétaire. Cependant, après avoir *pricé* les scénarios les plus noirs, les marchés pourraient bien pêcher par excès d'optimisme. Cette crise est unique et son impact sur l'économie particulièrement difficile à évaluer. La bulle du crédit qui a éclaté a des effets potentiellement plus délétères que l'éclatement de la bulle Internet car aujourd'hui, le système bancaire est une partie du problème et non de la solution. La capacité et la volonté des banques à prêter sont clairement altérées.

D'après nous, les marchés sous-estiment les délais de transmission et les effets retardés de la crise (financière et immobilière) sur la sphère réelle et les effets en retour sur la finance de la fragilisation de la croissance. Le risque d'une déception et d'une rechute reste actuellement plus grand que la probabilité d'une sortie rapide de la crise³. La confiance et la liquidité ne sont pas encore solidement et partout rétablies. La baisse accélérée des prix immobiliers américains pose en particulier problème puisqu'elle contribue à élargir le cercle d'insolvabilité au-delà de la seule clientèle *subprime*. Les ménages sont sous-pression (érosion combinée de leur moral, de leur pouvoir d'achat et de leur richesse) et cela se répercute(ra) sur les entreprises. Restent les débouchés extérieurs mais pour combien de temps ?

Vers une nouvelle ère financière

La réponse (tardive) des autorités américaines permettra sans doute de limiter les dégâts dans le système financier. Mais la purge se fera dans la longueur, condamnant d'après nous les Etats-Unis à la croissance molle le temps du *deleveraging* du système financier et de l'assainissement des finances des ménages. Moins riches, moins endettés, les ménages américains dépenseront moins et épargneront plus. Il faut aussi s'attendre à ce que le monde de la finance tire – du moins pour quelques années – des leçons de cette crise : moins d'exubérance et plus de prudence. Une finance moins débridée pour une croissance plus saine ? Il n'est pas interdit d'espérer.

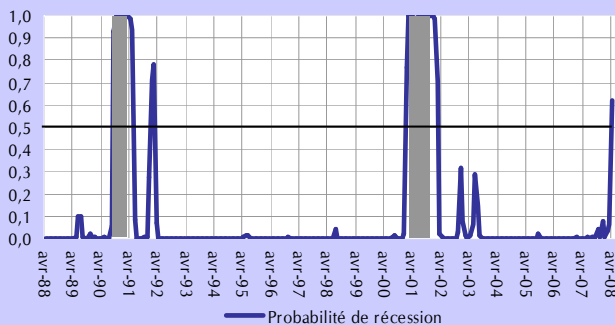
Hélène BAUDCHON

helene.baudchon@credit-agricole-sa.fr

François LETONDU

francois.letondu@credit-agricole-sa.fr

Indicateur de récession aux Etats-Unis



Source : Crédit Agricole S.A.

En gris : récessions

1. Pour Markov-Switching Vector AutoRegressive. Voir en particulier Hamilton, J. D. (1989), "A New Approach to the Economic Analysis of Non-stationary Time Series and the Business Cycle", *Econometrica*, 57 pp. 357-84.

2. National Bureau of Economic Research : organisme faisant référence dans la datation *a posteriori* des récessions de l'économie américaine.

3. De même que d'après nous, le risque de stagflation est surestimé et celui de déflation sous-estimé.

rope centrale et orientale. Mais les marchés émergents continuent de susciter l'attrait des investisseurs étrangers, qui risquent ainsi d'entretenir des dynamiques difficilement soutenables. L'ajustement sera alors d'autant plus dur qu'il tardera. **L'appréciation des devises émergentes soulève pour sa part la question de leur surévaluation pour bon nombre d'entre elles.**

L'élément le plus inquiétant, cependant, est l'accélération de l'inflation. Tous les émergents ou presque sont concernés. Pour quelques uns, il s'agit même d'un vrai dérapage des prix à la consommation. Les derniers chiffres font état d'une inflation de 30 % en Ukraine et au Venezuela, de 20 % au Vietnam. Les banques centrales resserrent leurs politiques monétaires. Mais leurs marges de manœuvre sont souvent contraintes par une politique de change relativement inflexible et/ou des entrées de devises importantes (revenus d'exportation et entrées de capitaux). C'est le cas en Chine, en Russie et dans les pays du Golfe, où les risques de surchauffe sont réels. Les autorités monétaires sont également démunies face à une inflation dont la cause tient essentiellement à la hausse des prix mondiaux du pétrole et des denrées agricoles. D'autres mesures sont prises : augmentation des subventions, contrôle des prix, parfois couplé à un rationnement, hausse des tarifs douaniers à l'exportation. Mais leur efficacité est également incertaine.

« L'Emflation »¹¹ risque donc de peser sur la demande intérieure et les équilibres budgétaires et externes. La stabilité politique et sociale de certains émergents est également menacée. Des émeutes ont déjà éclaté dans plusieurs pays : Cameroun, Côte d'Ivoire, Egypte, Indonésie, Philippines... La hausse des prix des matières premières et des produits de base amène par ailleurs à s'interroger sur le futur des pays les plus pauvres (essentiellement en Afrique sub-saharienne) et des pays très dépendants de l'extérieur pour satisfaire leurs besoins alimentaires et en énergie. C'est une contrainte extrêmement forte à leur développement s'il y a dans cette hausse un caractère durable, comme le laissent supposer la demande croissante des émergents pour ce type de biens et une offre relativement rigide en contrepartie.

Des fortunes diverses

L'horizon pour les pays émergents n'est donc pas aussi limpide que leur dynamisme actuel pourrait

le laisser penser. Le trouble vient de l'extérieur : la crise des *subprimes*, le ralentissement de la croissance américaine et la hausse des prix du pétrole et des produits alimentaires. Les économies émergentes ne sont pas déconnectées des économies avancées. Au contraire, l'intégration économique et financière mondiale s'est approfondie et élargie et avec elle, les mécanismes de transmission des chocs. L'altération de l'environnement international rappelle également que le risque pays n'a pas disparu. Il avait été oublié dans un monde où la liquidité coulait en surabondance.

Dans ce contexte, les émergents ne sont pas sensibles au même niveau. Première victime de la crise des *subprimes*, le Kazakhstan le rappelle. Certains le sont ainsi plus au ralentissement américain. Le Mexique et les Philippines sont de ceux-là. D'autres le sont davantage aux tensions sur les marchés internationaux de capitaux. C'est le cas de l'Afrique du Sud. D'autres encore le sont plus à la hausse des prix des produits de base. L'Egypte en est l'exemple.

Les plus vulnérables ont des besoins de financement externe importants. Tous les émergents n'accumulent pas en effet de confortables excédents courants. *A contrario* des autres régions, l'Europe centrale et orientale a vu sa situation externe se détériorer ces dernières années. Son déficit courant s'est creusé à 6,6% du PIB (en moyenne) en 2007 et est attendu à 7,2% cette année, en raison de l'alourdissement de la facture énergétique et du ralentissement de la demande européenne. L'Afrique du Sud, le Liban, le Pakistan, la Turquie et le Vietnam sont également concernés. Dans tous ces pays, à quelques rares exceptions (le Liban), ce n'est pas le risque souverain qui est le plus menaçant, mais les risques *corporate* et bancaire. Les entreprises, mais aussi les ménages, se sont largement endettés en devises depuis 2003.

Par ailleurs, il faudra surveiller les pays où les signes de surchauffe sont manifestes, si les entrées de devises y restent massives. La Russie et les pays du Golfe sont ici visés. **Enfin, à plus longue échéance, les pays les plus pauvres et les gros importateurs nets de pétrole et de produits de base risquent de faire les frais du déséquilibre croissant entre l'offre et la demande sur ces marchés.** ■

11. Voir « Inflation et prix agricoles dans les pays émergent », Eclairages n°122, Mai 2008.

Scénario économique

	PIB (taux annuel)			Inflation (en moyenne)			Solde courant (en % du PIB)		
	2007	2008p	2009p	2007	2008p	2009p	2007	2008p	2009p
Etats-Unis	2,2	1,5	1,6	2,9	3,7	2,4	-5,3	-4,7	-4,5
UEM	2,6	1,6	2,0	2,1	2,8	1,9	0,3	0,0	0,1
BRIC									
Brésil	5,4	4,6	4,0	3,6	5,1	4,5	0,1	-0,8	-0,6
Russie	8,1	7,0	5,9	9,0	14,0	10,0	6,1	5,5	3,2
Inde	8,7	8,0	8,5	3,8	5,0	5,0	-1,1	-1,5	-2,0
Chine	11,9	10,0	9,5	6,5	4,0	3,0	11,6	10,0	8,0
Prochains 13									
Afrique du Sud	4,1	4,8	4,8	6,7	5,7	5,7	-7,8	-7,5	-7,5
Argentine	8,7	6,2	4,5	8,8	10,3	10,6	2,7	2,8	2,6
Egypte	7,1	6,9	6,8	11,0	10,9	11,0	2,1	1,1	0,4
Indonésie	6,3	6,5	6,5	6,6	6,5	6,0	2,7	1,5	1,0
Iran	6,2	6,5	6,0	17,1	25,0	22,8	9,5	8,8	6,0
Malaisie	6,3	5,2	6,0	2,4	3,5	3,0	16,4	8,0	6,0
Mexique	3,3	2,4	2,5	4,0	4,7	3,9	-0,8	-1,2	-1,5
Nigeria	6,3	7,0	6,6	5,4	7,6	8,0	2,1	6,1	3,5
Philippines	7,3	5,5	5,0	3,9	4,5	4,0	5,0	3,5	3,0
Thaïlande	4,8	5,0	5,5	3,2	4,0	3,5	6,1	3,8	3,0
Turquie	4,5	3,5	4,0	8,7	9,9	6,5	-5,6	-6,4	-6,0
Ukraine	7,3	5,8	5,7	12,8	24,0	16,0	-4,1	-5,3	-5,5
Vietnam	8,5	7,5	7,5	12,6	14,0	9,0	-6,0	-9,0	-5,0

Sources : Datastream, Crédit Agricole S.A.

Marchés boursiers : indices MSCI*

	09/04/08	a/a (%)	m/m (%)	1 ^{er} janvier	le + haut sur 12 mois	le + bas sur 12 mois
S&P 500 Composite	1 354	-6%	5%	-6%	1565	1273
MSCI EM Index US\$	1 150	20%	3%	-7%	1338	957
MSCI Amérique latine Index US\$	4 583	40%	5%	6%	4687	3144
MSCI Asie Index US\$	451	18%	1%	-11%	572	382
MSCI Europe de l'Est Index US\$	356	15%	6%	-7%	395	283
MSCI Moyen-Orient Index US\$	394	17%	1%	-8%	500	336

* : les indices MSCI, exprimés en USD, sont calculés par Morgan Stanley. Ils reflètent la performance générale des marchés boursiers des principaux pays émergents.

Sources : Datastream, JP Morgan, Morgan Stanley, Crédit Agricole S.A.

Spreads souverains : indices EMBI*

en points de base (pdb) par rapport aux bons du Trésor US	09/04/08	a/a (pdb)	m/m (pdb)	1 ^{er} janvier (pdb)	le + haut sur 12 mois (pdb) vs. UST	le + bas sur 12 mois (pdb) vs. UST
US Treasury 10 ans	3,46	-1,28	-0,07	-0,43	5,25	3,31
EMBI Composite Index (Total)	309,84	148,86	-0,44	45,17	339,15	151,09
EMBI Amérique latine	326,76	163,00	-3,46	43,06	361,89	156,55
EMBI Asie	267,63	135,04	0,92	41,79	287,19	115,84
EMBI Europe	261,85	123,51	4,17	53,86	285,24	121,80
EMBI Afrique	413,72	126,19	-20,52	57,81	458,26	229,64
EMBI Moyen-Orient	568,44	154,52	25,21	34,16	585,31	413,92

* : l'indice EMBI retrace la différence entre le rendement total d'un instrument de dette donné, issu par un pays émergent donnée, et l'instrument équivalent en bons du Trésor US. Cet indice est calculé par JP Morgan.

Sources : Datastream, JP Morgan, Morgan Stanley, Crédit Agricole S.A.

Kazakhstan : la première victime

Été 2007, la crise des *subprimes* éclate aux Etats-Unis. L'onde de choc atteint les banques kazakhes, obligeant l'Etat à mettre la main à la poche. La situation s'est stabilisée depuis, mais pas normalisée. L'accélération de l'inflation complique en outre le pilotage de l'économie et fragilise le contexte politique. Le Kazakhstan reste vulnérable à la conjoncture mondiale et risque d'atterrir durement. En cas de nouveau choc, il pourra cependant compter sur son propre fonds souverain, le Fonds national de la République du Kazakhstan.

Le Kazakhstan n'inquiétait pas jusqu'à l'été 2007. Au contraire, une croissance moyenne annuelle supérieure à 10 % depuis 2000 et des ressources énergétiques¹ lui donnaient un vrai pouvoir d'attraction. Que demander de plus dans un monde en manque de rendement et d'énergie ? La crise des *subprimes* l'a rappelé : une croissance équilibrée.

L'Etat au secours des banques

Les banques kazakhes ont largement emprunté sur les marchés internationaux de capitaux pour financer leur développement et l'expansion des crédits domestiques ces dernières années. Leur dette externe est ainsi passée de 5,7 % du PIB en 2002 à 44,2 % du PIB en 2007.

Une telle dynamique était difficilement soutenable. Des problèmes de liquidité étaient prévisibles dans un environnement mondial moins favorable. La crise des *subprimes* les a déclenchés. Les banques kazakhes n'ont pu surmonter leurs difficultés que grâce à l'intervention de l'Etat et de la banque centrale. Le gouvernement s'est empressé de dédier à cette fin 4 mds USD du Fonds national de la République du Kazakhstan (FNRC). Les autorités monétaires ont puisé 6,4 mds USD dans les réserves de change entre juillet et décembre 2007.

Une économie fragilisée

Ces événements ne laissent pas l'économie indemne. Les banques ont joué un rôle important

dans l'expansion économique des dernières années. L'encours de crédits aux entreprises privées a progressé de 58% par an en moyenne depuis 2005, celui des crédits aux ménages de 104%² (cf. gra-

phique 1). Mais le premier a augmenté de seulement 2,1% depuis janvier, le second a reculé de 1,5%.

Les entreprises et les ménages risquent de rencontrer des problèmes de liquidité. Le secteur de la construction et de l'immobilier, très dépendant des financements bancaires, pourra être plus durement touché. Le prix du mètre carré à Almaty, la capitale économique du Kazakhstan, a déjà baissé de plus de 25% en un an. Au risque de liquidité dans le secteur bancaire, toujours d'actualité, s'ajoute donc à présent celui de crédit. Ce risque est accentué par la forte concentration du portefeuille de crédit des banques sur les secteurs de la construction, du commerce et de l'industrie. En outre, plus de la moitié des crédits sont libellés en devises ou indexés au dollar, tandis que les revenus des emprunteurs sont essentiellement en monnaie locale.

L'activité économique a déjà commencé à ralentir. La croissance du PIB au premier trimestre 2008 s'est élevée à 6% (a/a), comparé à 10,6% (a/a) au cours des trois premiers mois de l'année passée. Attentif aux problèmes sociopolitiques que cela pose, le gouvernement s'est engagé à augmenter les retraites et les salaires dans le secteur public. La poursuite des projets d'investissement dans le secteur des hydrocarbures sera un soutien supplémentaire. Mais la croissance devrait tout de même fléchir aux alentours de 5% cette année. C'est un sérieux coup de frein comparé aux 8,5% en 2007 et aux 10,6% en 2006.

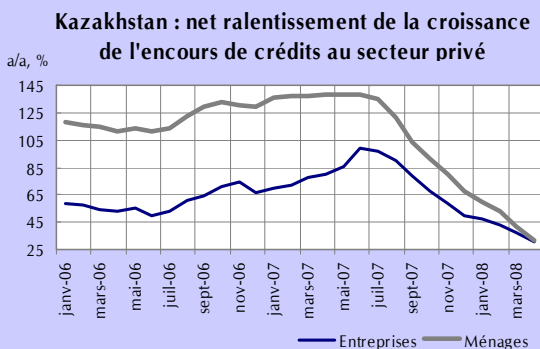
Des tensions inflationnistes

Parallèlement, l'inflation s'est accélérée brutalement depuis septembre 2007. Elle s'est élevée à 19,1% (a/a) en avril, comparé à 7,7% (a/a) en avril 2007. Le ralentissement de la croissance permettra d'apaiser ces tensions au cours des prochains mois. Mais le recul de l'inflation sera sans doute très graduel. La hausse des prix à la consommation s'explique en effet en grande partie par celle des prix mondiaux des denrées agricoles. La politique budgétaire ne facilitera pas non plus sa décélération.

1. Les réserves de pétrole kazakhes représentent 3,3% des réserves mondiales, celles de gaz 1,7%.

2. Les crédits au secteur privé s'élevaient à 61% du PIB fin 2007.

Graphique 1



En l'absence de coordination avec la politique fiscale du gouvernement, l'inflation risque d'être un véritable casse-tête pour la banque centrale. Sa marge de manœuvre est limitée. Toute hausse des taux d'intérêt ou tout relèvement du niveau des réserves obligatoires accentuerait les problèmes de liquidité et déstabiliserait un peu plus l'économie.

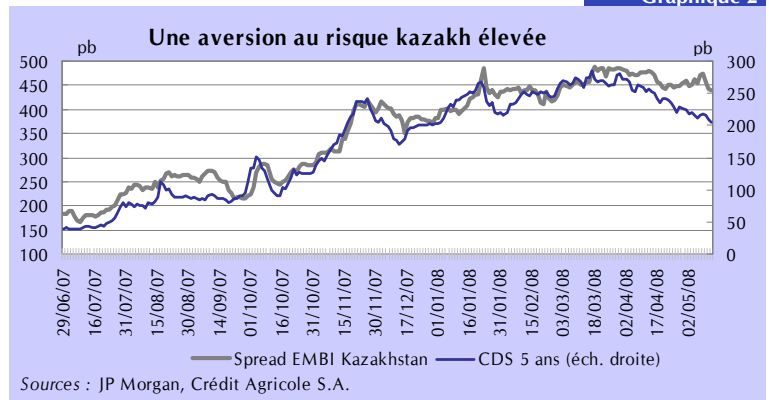
Un risque d'atterrissage forcé

Le pire n'est donc peut-être pas encore passé. Un ajustement était nécessaire : il est en cours. Mais la santé des banques est précaire. Le secteur privé en fait les frais et les incidents de paiement des entreprises risquent d'augmenter. Les tensions inflationnistes sont vives. En outre, la contrainte de financement externe reste forte, même si le redressement attendu de la balance courante³ au cours des prochains mois la desserrera quelque peu. La dette externe à court terme des banques s'élevait à 6,1 mds USD en fin d'année dernière, celle des *corporates* à 5,5 mds USD, soit au total, l'équivalent de 11% du PIB. En d'autres termes, **le Kazakhstan reste vulnérable aux développements internationaux**, alors que l'aversion au risque kazakh demeure élevée (cf. graphique 2).

En cas de nouveau coup dur, le pays pourra une fois de plus compter sur le FNRK et les réserves de change. Le premier est actuellement doté de 23,3 mds USD, les secondes s'élèvent à 18,8 mds USD. Au total, cela représente environ un tiers du PIB. La banque centrale a en outre signé un accord de soutien avec six banques privées, se disant même prête à entrer au capital de ces établissements en cas de graves difficultés financières. Mais l'économie kazakhe ne pourra qu'en ressortir un peu plus affaiblie.

La gouvernance : un frein au développement

A moyen terme, l'assainissement des déséquilibres et le passage à un *trend* de croissance soutenue, durable et équilibrée passeront par des réformes structurelles. L'économie reste fortement dépendante du secteur des hydrocarbures



et il y a encore beaucoup à faire en terme d'infrastructures, d'éducation et de gouvernance.

3. Le déficit courant est attendu à 4,5 % du PIB en 2008 comparé à 6, 9 % en 2007.

Sur ce dernier point, les changements ne semblent cependant pas aller dans le bon sens. En attendant l'introduction d'un nouveau code fiscal en janvier 2009, le gouvernement vient de mettre en place de façon plutôt arbitraire une taxe sur les exportations de pétrole (109,91 USD par tonne). Cette décision fait suite à l'amendement à la loi sur le sous-sol approuvé en octobre dernier et qui autorise le gouvernement à modifier, voire à casser, au nom de la sécurité nationale tout contrat passé avec une entreprise étrangère. Elle confirme que l'environnement des affaires pour les investisseurs étrangers dans le secteur des hydrocarbures, mais pas uniquement, tend à se dégrader. Si une telle politique discrétionnaire se poursuit au détriment de la (pré)visibilité, les investissements directs étrangers risquent d'affluer moins massivement à l'avenir. Ils sont pourtant utiles, pour ne pas dire nécessaires, au développement de l'économie et à sa diversification.

Le défi est de taille et les contraintes politiques et sociales importantes. Une certaine insatisfaction commence à se faire sentir dans le milieu des affaires et dans la population. La position du président Nursultan Nazarbayev pourrait devenir un peu moins confortable. ■

Sylvain LACLIAS
sylvain.laclias@credit-agricole-sa.fr

« Pauvre Mexique : ... si près des Etats-Unis »¹

1. « Pauvre Mexique : si loin de Dieu et si près des Etats-Unis », phrase de Porfirio Diaz, président du pays de 1876 à 1911.

2. Alors même que la valeur ajoutée des exportations apparaît faible.

3. Le coefficient de corrélation atteint 0,75.

4. Mexico: Selected Issues, FMI, décembre 2007.

5. A titre d'exemple, la corrélation entre la croissance du PIB mexicain et celle de la consommation privée américaine n'est que de 0,12.

6. Néanmoins, ici aussi, le maintien de la demande intérieure ne pourra à terme que retarder le ralentissement économique : ainsi, l'indice de confiance des ménages mexicains a atteint en avril son plus bas niveau depuis novembre 2004.

7. Selon l'Economist Intelligence Unit, celle-ci pourrait atteindre 8%. Toutefois, ces estimations sont à prendre avec prudence : la Banque Centrale mexicaine n'a enregistré qu'une baisse de 2,8% (a/a) pour les deux premiers mois de 2008.

8. Tensions sociales illustrées par des manifestations à Mexico en raison de la hausse du prix du maïs.

9. Qui détiennent respectivement 24% et 15% des parts du marché national. La principale banque américaine, Citibank, détient quant à elle 20% du marché.

10. Plus précisément, ces deux banques n'ont pas été touchées par la crise des subprimes, mais par la crise de liquidité suivant celle-ci. Toutefois, BBVA et Santander, qui ont peu développé leur BFI, effectuent une large partie de leur profit sur les activités de retail en Amérique latine.

Si le risque de défaut souverain sur la dette, illustré dans le passé par les crises de 1982 et 1994, semble désormais minime, la dépendance du pays aux chocs externes s'est renforcée depuis l'intégration financière et surtout commerciale avec les Etats-Unis et le Canada, avec la signature de l'ALENA en 1994. Le pays se place ainsi à nouveau en tête de liste des pays émergents les plus susceptibles d'être atteints par le sévère ralentissement qui touche actuellement la première puissance mondiale.

Le canal de la balance courante

Les Etats-Unis ont toujours été le premier client du Mexique. Leur poids dans les exportations de ce dernier s'est même significativement accru ces dernières années, de 69% en 1990 à plus de 85% aujourd'hui (cf. graphique 1). Certes, le taux d'ouverture du Mexique dépasse à peine 30%², ce qui limite *a priori* les impacts directs d'un ralentissement américain. Mais la croissance du secteur des services (65% du PIB) est fortement corrélée à celle de la production industrielle américaine³, et celle du PIB mexicain de l'être à plus de 85% depuis la mise en place de l'ALENA⁴.

Nous prévoyons que les Etats-Unis devraient perdre 0,7 point de croissance du PIB en 2008 par rapport à 2007. En 1987, la perte de 0,7 point de croissance de l'économie américaine avait causé une chute de près de deux points de croissance en Amérique latine, cette baisse ayant été la plus paroxystique au Mexique.

Toutefois, il est probable qu'un ralentissement américain ait aujourd'hui des conséquences d'une bien moindre amplitude sur son voisin. Le pays exportant majoritairement des biens intermédiaires utilisés comme *inputs* par l'industrie américaine, le cycle mexicain apparaît plus corrélé aux différents *outputs* nord-américains qu'aux indicateurs de demande intérieure finale⁵. Or, point positif, ce sont actuellement les indicateurs de demande des ménages qui semblent se porter plus mal aux Etats-Unis. Le ralentissement de la

production industrielle semble plus modéré que lors des épisodes récessifs précédents, grâce au soutien des activités exportatrices. Ensuite, la demande intérieure est le principal moteur de l'économie mexicaine.

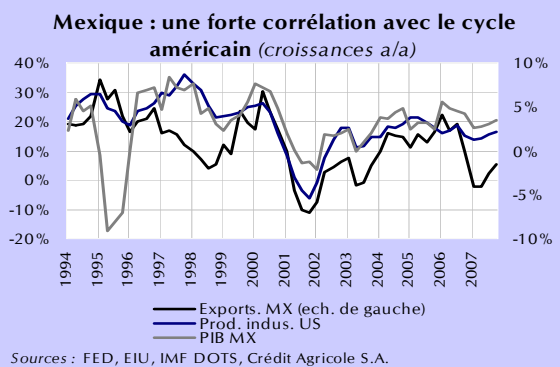
Entre 2003 et 2007, la consommation privée était à l'origine de plus de ¾ de la croissance, contre une contribution quasi nulle de la demande extérieure⁶. Enfin, le pays affiche des fondamentaux macro-économiques plus sains.

Une autre source de possible fragilité tient aux transferts émanant des non-résidents. En effet, en 2006, plus de 10 millions d'émigrés mexicains ont envoyé environ 23 milliards USD (2,7% du PIB). Ces transferts, qui avaient augmenté de 22% en moyenne annuelle entre 2000 et 2006, ont stagné en 2007 et devraient se réduire en 2008⁷. Cette baisse aura sans doute un impact macro-économique limité, le pays apparaissant moins dépendant à ce poste de revenus que d'autres Etats d'Amérique centrale, mais elle pourrait avoir des incidences sociales, la flambée des prix alimentaires ayant déjà ravivé des tensions⁸. La majorité des bénéficiaires sont en effet des mères de familles nombreuses des régions pauvres et peu éduquées du centre du pays.

Le canal bancaire

Le deuxième canal à même d'affecter l'économie est financier. Les banques étrangères détiennent 80% du marché bancaire national. Mais parmi les acteurs principaux, BBVA et Santander⁹ n'ont jusqu'ici pas été touchés par la crise des *subprimes*¹⁰. Et même celles dont les maisons mères ont été plus affectées par la crise (Citibank, HSBC, Nova Scotia) continueront certainement à développer leurs activités mexicaines, où le système bancaire reste pour l'instant peu développé (les crédits bancaires représentent toujours moins de 20% du PIB) et où le crédit reste profitable (la *Net Interest Margin* s'élevant à 4,5%). Toutefois, malgré une réduction des *spreads* souverains (après un pic au mois de mars), et si globalement les entreprises mexicaines affichent des bilans solides, certains acteurs majeurs pourraient voir leurs conditions de financement se dégrader, notamment en raison d'un marché de la syndication ralenti et d'une hausse sensible des *spreads corporates*.

Graphique 1

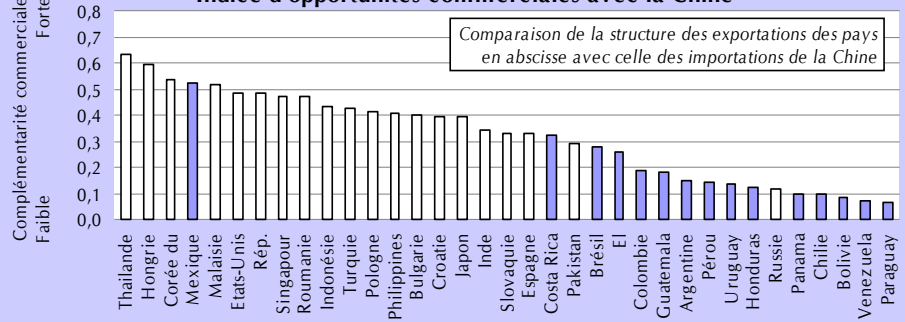


Le canal d'investissement

L'ALENA a également contribué à une forte augmentation des IDE américains au Mexique, qui représentent aujourd'hui près de 60 % du total des investissements étrangers. Or les IDE américains vers l'Amérique latine sont procycliques¹¹. Ils se contractent durant les périodes de ralentissement. Toutefois, ici aussi, le Mexique semble moins vulnérable que nombre de ses voisins. En 2006, les flux d'IDE n'ont représenté que 11 % de la FBCF mexicaine, alors que les stocks s'élevaient à 27 % du PIB, parmi les taux les plus faibles du continent. Plus généralement, on peut également noter qu'entre 1980 et 2003, sur l'ensemble des pays en développement, les flux d'investissement ont été en moyenne quatre fois moins volatils que les flux commerciaux.

Le canal « balance courante » apparaît finalement comme le plus à même d'affecter l'économie mexicaine et de propager la crise, au moment même où le pays doit initier plusieurs réformes structurelles cruciales pour son futur, notamment la libéralisation du secteur énergétique et du marché du travail. Le peso, qui n'avait pas enre-

Mexique : la bouée chinoise ? Indice d'opportunités commerciales avec la Chine



Sources : OCDE, Crédit Agricole S.A.

gistré par rapport à l'USD d'appréciation comparable à celles d'autres devises de la région, ne devrait donc subir qu'une légère dépréciation¹². En sens inverse en effet, deux phénomènes pourraient jouer en faveur du Mexique. D'une part, le pays devrait profiter des prix pétroliers élevés¹³. D'autre part, selon l'OCDE¹⁴, il pourrait profiter de complémentarités commerciales avec la Chine, dont la croissance devrait rester soutenue (cf. graphique 2). ■

Clément GILLET

clement.gillet@credit-agricole-sa.fr

11. G. Calvo, E. Arias, C. Reinhart, E. Talvi, « Growth and External Financing in Latin America », 2001.

12. Et ce malgré diverses sources de tensions : accroissement du déficit commercial, baisses des transferts et ralentissement économique.

13. Le pétrole représente 16% des exportations mexicaines et 40% des revenus fiscaux, et le pays figure parmi les dix plus gros exportateurs mondiaux.

14. Voir notamment le Latin American Economic Outlook 2008.

Philippines : les moteurs de la croissance sont grippés

L'économie des Philippines croît à un rythme sans précédent depuis 30 ans. Le taux de croissance du PIB a atteint 7,3 % en 2007 contre 5,2 % en moyenne entre 2001 et 2006. Cette performance remarquable pourrait néanmoins être affectée en 2008 par les retombées de la crise des *subprimes* qui pourrait toucher les deux principaux moteurs de la croissance : la consommation et les exportations¹. Dans ce contexte de ralentissement, l'inflation apparaît comme un facteur aggravant.

Vers un freinage de la consommation

La consommation privée est le premier moteur de la croissance économique. En 2007, elle a augmenté de 6 % (a/a) grâce à une amélioration de la situation de l'emploi et au soutien des transferts de revenus (*remittances*) des huit millions de travailleurs philippins depuis l'étranger. Les *remittances* servent avant tout à des dépenses de consommation courantes et de santé, à l'éducation et à la construction. En 2007, les Philippines étaient la quatrième destination mondiale de *remittances*² (14,4 Mds USD, derrière l'Inde, la

Chine et le Mexique). Ces revenus provenaient à 52% des Etats-Unis. L'Europe, le Moyen-Orient et l'Asie arrivent loin derrière avec seulement 16%, 15% et 11% respectivement. Cependant, les chiffres publiés récemment sur les trois premiers mois de l'année semblent plutôt rassurants (4 Mds USD) et la banque centrale n'anticipe qu'un ralentissement de la croissance des *remittances* (9% en 2008 après 13,2% en 2007).

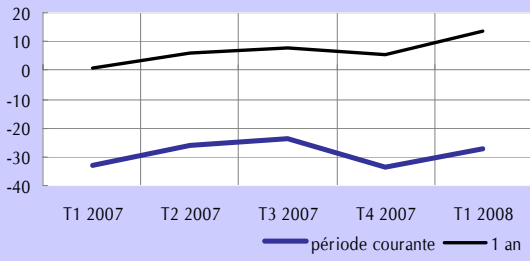
Parallèlement, les pressions inflationnistes aux Philippines affectent le pouvoir d'achat des ménages. L'inflation avait atteint son rythme le plus

1. L'exposition directe des banques à cette crise demeure marginale. La Banque Centrale des Philippines a annoncé en août 2007 que les banques dans l'ensemble étaient exposées à hauteur de 180 mds sous forme de CDO (soit 2% des titres).

2. Source : World Bank, « Migration and Remittances », Factbook 2008.

Graphique 1

Philippines : la confiance des ménages en berne



Sources : Bangko Central Philippines, Datastream, Crédit Agricole S.A.

3. +4,9% a/a en janvier, + 8,3% a/a en avril.

4. Les prix domestiques du riz et de la viande ont ainsi augmenté de 40% et de 30% respectivement.

5. -1% a/a en janvier, +10% en février, 1,02% en mars.

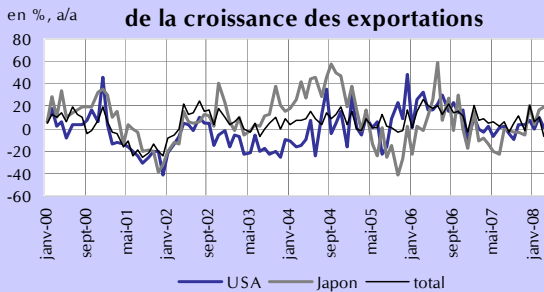
bas en 21 ans en 2007 (2,8% en moyenne) grâce à l'appréciation du peso. Mais elle s'accélère depuis janvier 2008³ en raison de la hausse des prix des biens alimentaires et du pétrole. Les Philippines comptent parmi les plus gros importateurs mondiaux de riz et subissent de plein fouet la hausse spectaculaire de son prix⁴. Des tensions sociales se font déjà sentir et pourraient s'aggraver si les pressions inflationnistes persistent dans les mois à venir. A partir de trois scénarios portant la hausse des prix des biens alimentaires à 10, 20 et 30% respectivement, la Banque asiatique de développement indique que 2,7 millions (M), 5,6 M et 8,8 M de personnes supplémentaires basculeraient dans la pauvreté. En réponse à la montée des prix des biens alimentaires et du pétrole, les autorités ont récemment relevé le salaire minimum de 20 pesos par jour (+5,5%). Mais la confiance à court terme des consommateurs reste déprimée (cf. graphique 1).

Le risque de ralentissement des exportations

L'économie philippine est relativement ouverte, et les exportations ont depuis 2003 contribué significativement à la croissance. Revers de la médaille, le pays est sensible à un ralentissement de la demande externe de ses trois principaux partenaires commerciaux à l'exportation (Etats-Unis, Japon et Chine) qui représentent environ 40% de ses exportations totales.

Graphique 2

Philippines : ralentissement de la croissance des exportations



Sources : National Statistics Office, Crédit Agricole S.A.

Le freinage des exportations s'est déjà amorcé en 2007 avec une croissance tombée à 6% après 15% en 2006. Depuis le début de l'année 2008, celles vers les Etats-Unis (premier part-

naire commercial) ne progressent pratiquement plus⁵ (cf. graphique 2). Les exportations vers le Japon et la Chine demeurent plutôt robustes pour l'instant mais pourraient aussi être affectées car ces pays sont eux-mêmes vulnérables à la récession de l'économie américaine. **En outre, la nature des produits exportés par les Philippines les rend particulièrement vulnérables à un tassement de la demande mondiale.** Par exemple, les exportations de produits électroniques qui représentent les 2/3 des exportations ralentissent depuis le second semestre 2007, et ont même chuté de 17% a/a en mars 2008. La dépréciation du peso depuis janvier 2008 améliore pourtant la compétitivité du secteur exportateur.

Enfin, les Philippines ne bénéficient que marginalement de l'effet prix sur les matières premières, contrairement à ses voisins (Thaïlande, Malaisie, Indonésie, Vietnam). Les exportations de cuivre et d'huile de coco (troisième et quatrième postes d'exportation) ne représentent que 1,7% et 1,2% du total et ne compenseront pas une éventuelle baisse des ventes de l'électronique.

Quels relais possibles pour la croissance ?

L'investissement privé et les dépenses publiques ont apporté une contribution assez faible à la croissance depuis cinq ans. **Les autorités ont peu de marge de manœuvre budgétaire pour stimuler l'économie en cas de besoin.** La dette du secteur public reste élevée (77% du PIB en juin 2007) bien qu'elle se soit réduite depuis trois ans. Le déficit budgétaire a été faible en 2007 (0,2% du PIB), mais les recettes fiscales (2/3 des revenus du gouvernement) ont été inférieures aux objectifs et les autorités ont dû avoir recours à des privatisations pour compenser la faiblesse des recettes fiscales en 2007. **Quand aux investissements privés, ils ont nettement progressé en 2007 mais ne représentent que 14% du PIB.**

Ces deux composantes de la demande intérieure ne semblent donc pas pouvoir compenser le ralentissement attendu de la consommation des ménages et des exportations. La croissance philippine devrait perdre de sa vigueur en 2008. ■

Cynthia KALASOPATAN
cynthia.kalasopatan@credit-agricole-sa.fr

Encadré 3

Les banques émergentes vont-elles échapper à la crise ?

Dans l'ensemble et jusqu'à présent, les systèmes bancaires des pays émergents traversent remarquablement bien la crise des *subprimes*. La situation semble ainsi avoir radicalement changé depuis les crises mexicaine et asiatique du milieu des années 90. Après une période de libéralisation financière trop rapide, la plupart de ces pays s'étaient en effet retrouvés exposés à la volatilité des capitaux étrangers. Suite à des attaques spéculatives, leurs systèmes bancaires avaient été pris en tenaille du fait de l'augmentation du coût de leur dette en devises et de la détérioration de leurs actifs.

Cette bonne santé apparente des systèmes bancaires émergents se reflète aujourd'hui dans leurs performances, avec des ROE qui ont bien souvent dépassé les 15% voire 20% pour les principaux pays depuis 2003. Trois banques chinoises figurent ainsi parmi les cinq premières mondiales en termes de capitalisation boursière, et huit banques des BRICs (à l'exception notable de l'Inde) parmi les trente premières. Ce classement s'explique certes en partie par l'affaiblissement relatif des banques des pays développés les plus affectées par la crise et par l'existence de primes spéculatives. Mais il suggère surtout des anticipations de croissance bénéficiaire élevées, en ligne avec la croissance économique exceptionnelle enregistrée ces dernières années dans ces BRICs. Dans le même temps, de trop bons résultats cachent parfois des fragilités importantes, comme dans certains cas (Chine, Russie par exemple) le poids des créances douteuses dans le portefeuille de ces banques.

Pas ou peu d'exposition directe aux *subprimes*

Un point rassurant est l'exposition apparemment négligeable des banques émergentes aux *subprimes*, crédits structurés, conduits et autres SIV à l'origine des maux des banques des pays développés. Seuls quelques grands acteurs comme Bank of China ou ICICI en Inde, ainsi que plusieurs banques au Moyen-Orient ont enregistré des dépréciations significatives liées aux *subprimes*. Mais au total, cet impact représente moins de 8 Mds USD, soit moins de 2,5% du coût total enregistré jusque là au niveau mondial. Deux facteurs expliquent l'essentiel de cette faible exposition : d'une part la concentration des activités de BFI entre les mains des principales banques occidentales, d'autre part l'absence d'incitations à chercher du rendement sur des produits structurés pour des banques ayant déjà la possibilité de profiter à plein de leurs économies, dynamiques et sous-bancarisées.

Des risques indirects

Une dépendance au ralentissement économique américain. Même si leurs fondamentaux sont globalement plus solides que par le passé, les pays émergents sont très ouverts sur l'extérieur d'un point de vue commercial et financier. Certains seront donc impactés par les ralentissements américain et européen. Cela affectera la qualité moyenne du portefeuille des banques émergentes. Enfin, la flambée des matières premières et des produits de base aura des effets inflationnistes parfois sévères. Une inflation plus élevée et le durcissement des politiques monétaires

peuvent être favorables aux revenus bancaires, mais l'effet combiné sur la demande de cette inflation accrue et de la propagation du ralentissement américain sera au contraire clairement négatif.

Une grande sensibilité aux réallocations de portefeuilles. Peu liquides, avec un flottant parfois limité, les valeurs émergentes, en particulier les valeurs bancaires, sont soumises aux mouvements spéculatifs (et mimétiques) des marchés financiers internationaux. C'est ainsi qu'elles ont bénéficié très tôt de la thématique du découplage jusqu'en octobre 2007, avant d'être sanctionnées dans le mouvement de pessimisme global qui a prévalu jusqu'en mars 2008, puis de rebondir à nouveau. Les risques associés pour les banques émergentes sont multiples, liés aux pertes potentielles sur les portefeuilles qu'elles gèrent, ainsi qu'aux effets richesse et autres implications en matière d'investissement. L'expérience récente de dégonflement de bulles boursières, parfois de taille importante dans un certain nombre de pays émergents, montre toutefois que ces économies disposent de ressources considérables pour amortir ce type de choc (recettes en hydrocarbures, réserves de change, ressorts intacts des bases de la croissance...).

Une résilience aux éventuelles fragilisations des maisons mères

Les banques étrangères contrôlent une part importante des systèmes bancaires émergents, notamment dans les PECO et en Amérique latine. Elles transfèrent du savoir-faire, apportent des capitaux et des lignes de refinancement pour développer l'activité de leurs filiales, ce qui a pour effet d'accélérer la convergence bancaire de ces pays. La fragilité de plusieurs grandes banques occidentales pourrait ainsi les amener à réduire temporairement le soutien apporté, voire à se désengager. Mais certains groupes verront au contraire des relais de croissance dans les pays émergents et choisiront de leur allouer davantage de fonds propres, en adéquation avec les très bonnes performances enregistrées dans ces zones par la plupart des grandes banques internationales depuis le début de la crise. En cas de désengagement de certains acteurs, d'autres prendront à n'en pas douter le relais.

Des spécificités régionales et locales qui demeurent importantes

Enfin, même si quelques tendances générales ont pu être dégagées, les pays émergents restent empreints de problématiques régionales et locales. L'intensité des relations commerciales avec les Etats-Unis (Mexique...), une dynamique passée des prix de l'immobilier excessive dans un certain nombre de pays (Moyen Orient, mais aussi PECO et Asie), ou encore des sensibilités différenciées aux prix très volatils des matières premières et des produits de base (pays exportateurs, importateurs) constituent de puissants facteurs de discrimination des performances bancaires futures.

Rémy CONTAMIN

remy.contamin@credit-agricole-sa.fr

Afrique du Sud : dans la tourmente financière

Avec un PIB par tête qui dépasse 10 000 dollars américains par an en parité de pouvoir d'achat, l'Afrique du Sud est de loin le pays le plus développé du continent africain. Il est cependant confronté aux conséquences de la crise mondiale, alors qu'il doit affronter des difficultés politiques sérieuses.

Des difficultés spécifiques

La dégradation de l'environnement international s'ajoute aux problèmes propres à l'Afrique du Sud.

D'abord la crise énergétique qui pèse sur les activités minières. La réduction des fournitures d'électricité pénalise les exportations de minéraux qui, si elles progressent encore, semblent marquer le pas au premier trimestre de cette année. Plus généralement, la crise énergétique révèle l'insuffisance des investissements ces dernières années dans les capacités de production. Seule l'énergie nucléaire pourrait apporter à terme une solution, mais elle ne résoudra pas le problème immédiat de manque de capacités.

Ensuite, l'inflation s'est accélérée depuis le début de l'année 2007. En rythme annuel, elle a atteint près de 10% en février dernier, mais la banque centrale avait déjà resserré sa politique monétaire en 2006 en mettant fin à la politique monétaire accommodante suivie jusqu'alors. Elle a ainsi augmenté le taux repo à neuf reprises en 24 mois, pour le porter à 11,5% (le *prime lending rate* quant à lui est à 15 %). Par ailleurs, la fourchette de hausse des prix maximum qu'elle estime appropriée est de 3-6 % l'an. On en est loin et d'autres hausses de taux sont à prévoir en 2008. En outre, la banque estime exagérée l'évolution de l'endettement des ménages.

Malgré la hausse du prix des matières premières exportées, **le déficit de la balance courante se situe autour de 20 milliards de dollars par an** (près de 7 % du PIB). Ce déficit tient à deux causes principales : la forte hausse de la demande des ménages et le prix toujours plus élevé de la facture pétrolière. Le financement de ce déficit se

fait pour l'instant sans difficulté, grâce aux entrées de capitaux des non-résidents. Mais le pays reste dépendant de ces flux, alors que la sensibilité au risque s'accroît. Les réserves de change ont certes quadruplé en

quatre ans, mais elles restent encore relativement faibles (environ trois mois d'importations de biens).

La dette extérieure totale atteint 75 milliards de dollars à la fin 2007. C'est un chiffre assez faible (26 % du PIB) comparé au standard moyen des pays émergents. Par ailleurs, la dette à court terme ne représente qu'environ un tiers du total et est inférieure aux réserves de change.

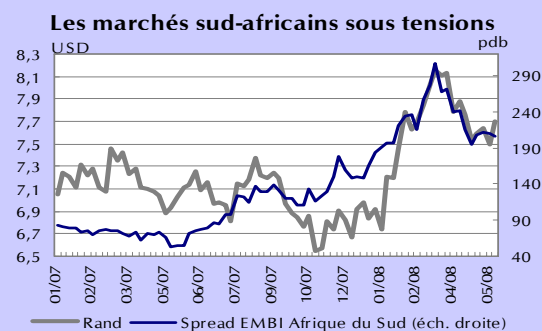
Enfin, **la situation politique apparaît porteuse de troubles.** L'élection présidentielle prévue en 2009, à laquelle M. Mbeki ne peut se représenter après deux mandats consécutifs, devrait conduire à l'élection du vainqueur du congrès de l'ANC, M. Zuma. Cependant, l'avenir de M. Zuma paraît obscurci depuis que la Cour constitutionnelle mène contre lui une action pour corruption. Si elle aboutissait en août prochain, M. Zuma devrait se retirer. Par ailleurs, la volonté d'une partie de l'ANC de poursuivre le projet d'expropriation des fermiers blancs au profit de la majorité noire reste un sujet extrêmement controversé. Plus généralement, la volonté d'une partie du pays d'imposer un approfondissement du *black empowerment* peut générer des difficultés nouvelles, économiques, sociales, et politiques.

Des difficultés liées à la crise mondiale

La tourmente financière globale actuelle a sur l'Afrique du Sud des conséquences négatives sur le change et sur les marchés financiers sud-africains (cf. graphique 1). Le rand est en baisse depuis plusieurs mois contre le dollar, lui-même en chute. Les incertitudes politiques et la tourmente mondiale ont déprimé la confiance du milieu des affaires et les étrangers ont vendu des titres (actions et obligations), renforçant la chute du rand.

Cette baisse de la monnaie aura par ailleurs des conséquences sur la hausse des prix et entraîne un effet de richesse négatif. Elle risque d'handicaper les *corporates* endettés en devises et dont les ressources sont essentiellement en monnaie locale. On pense par exemple à la compagnie d'électricité Eskom. **Au total, la croissance devrait atteindre 3 % en 2008, en retrait de près de 2 points sur 2007, avec une contribution nette négative de 1,5 point du secteur extérieur.**

Graphique 1



Sources : JP Morgan, Datastream, Crédit Agricole S.A.

La forte croissance de ces dernières années a cependant permis d'enregistrer des rentrées fiscales importantes. Le budget 2008-2009 (année commençant le 1^{er} avril) prévoit ainsi des recettes en hausse de 30 % sur le précédent exercice. Le gouvernement dispose donc de marges de manœuvre appréciables (augmentation des dépenses sociales, accroissement des investissements dans les infrastructures) d'autant que le budget est en excédent de près de 1% du PIB. La dette publique ne représente que 30% du PIB, principalement émise en rands (84% du total).

La volatilité des marchés, la faiblesse du rand, et la hausse des prix des matières premières énergétiques et alimentaires génèrent de nouvelles difficultés pour l'Afrique du Sud. **Mais le point de fragilité essentiel est d'ordre politique et domestique**, avec une candidature aux élections présidentielles de l'année prochaine qui ne fait pas l'unanimité et des tensions sociales persistantes, illustrées ces dernières semaines par les violences contre les étrangers résidant dans le pays. ■

Francis NICOLLAS

francis.nicollas@credit-agricole-sa.fr

Égypte : le prix de la croissance

Le niveau élevé de l'inflation, beaucoup plus que l'impact de la crise des *subprimes*, est le principal défi pour l'Égypte en 2008. Alors que la croissance économique est forte, la hausse des prix des biens alimentaires s'ajoute à la surchauffe et fragilise davantage l'équilibre social du pays. L'arbitrage entre croissance et paix sociale est rendu plus difficile et conduit à accroître les dépenses publiques. La croissance soutenue rend l'Égypte de plus en plus dépendante de financements extérieurs, dans un contexte international moins favorable.

Une croissance toujours forte en 2008

La croissance égyptienne restera soutenue en 2008, même si la consommation des ménages, principal moteur de l'économie ces dernières années, devrait marquer le pas¹. De 7,1 % en 2007, elle pourrait se situer entre 6,5 et 7 % en 2008. Cette économie, profondément marquée par des années de dirigisme nassérien, se transforme depuis 2004 à un rythme élevé. Simplifications administratives, baisse des droits de douanes, réforme bancaire et financière et programme de privatisations sont ainsi mis en œuvre². Le pays a pu attirer de ce fait un record d'investissements directs étrangers en 2007³. Il bénéficie aussi d'un contexte régional porteur : le boom économique du Golfe persique profite directement à l'économie égyptienne. Elle enregistre des revenus records en provenance de ses travailleurs expatriés (+27% a/a), du trafic maritime dans le canal de Suez (+20% a/a) et du tourisme (+25% a/a). Ces bonnes performances devraient se maintenir en 2008 à la faveur d'une croissance régionale soutenue.

Mais l'inflation aussi sera forte

En avril, l'inflation atteignait un record de 16,4 % a/a, contre 9,7 % en 2007 (cf. graphique 1). C'est le taux le plus élevé depuis décembre 2004. Trois facteurs s'additionnent pour mener l'économie vers la surchauffe.

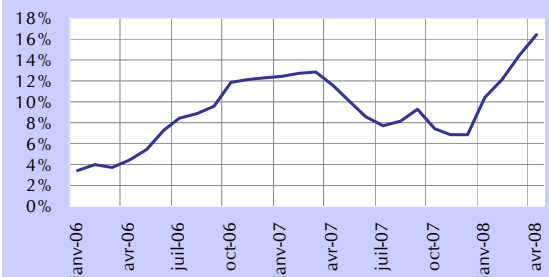
L'Égypte, quatrième importateur mondial de blé, importe la quasi-totalité de ses céréales. Or, les prix de ces importations ont fortement augmenté sur les douze derniers mois : +136 % uniquement pour

le blé. La population étant majoritairement pauvre, l'indice des prix prend principalement en compte les dépenses d'alimentation qui en représentent 40%. Les subventions du gouvernement⁴ ont permis de contenir l'inflation alimentaire à 22 % en avril a/a, mais elles n'ont pas empêché le doublement du prix du pain.

La croissance économique provoque aussi des goulots d'étranglement dans une économie encore rigide. Le secteur de la construction est le premier secteur touché et le prix des matériaux de construction explose. Face à la hausse du coût de la vie, les travailleurs du bâtiment demandent jusqu'à 700 % d'augmentation du salaire minimum⁵. A partir du secteur de la construction, les tensions sur les coûts de production et sur les prix se sont étendues aux secteurs des services et manufacturiers.

Graphique 1

Égypte : une forte accélération de l'inflation



Sources : EIU, Crédit Agricole S.A.

1. En croissance de 2,1% en 2004, la consommation privée croît depuis trois ans à un rythme supérieur à 6%. En 2008, elle devrait ralentir en raison de l'inflation qui affecte la consommation des ménages, mais rester en progression autour de 5,5%.

2. La libéralisation de l'économie est telle que le pays a été désigné par le Doing Business Survey 2008 de la Banque Mondiale comme celui ayant le plus réformé en 2007, bien qu'il ne soit encore classé qu'à la 126^e place sur 178.

3. Les IDE atteignent près de 11 milliards de dollars en 2007, en hausse de 75%. Ce montant pourrait être égalé en 2008.

Enfin, les réformes fiscales ont un effet aggravant. L'Etat égyptien a engagé une baisse générale des subventions⁶ au pétrole et au gaz pour les entreprises et les particuliers. Ces subventions avaient permis d'attirer de nombreuses industries fortement consommatrices d'énergie. Leur baisse a un effet inflationniste croissant sur les prix à la consommation et le coût du transport.

La paix sociale achetée par les dépenses publiques

Les pouvoirs publics doivent désormais concilier une croissance aux effets inflationnistes et une stabilité sociale mise à mal. Maintenir une croissance forte reste une priorité, dans un contexte où les inégalités sociales sont criantes et où la majorité de la population ne ressent encore aucun bienfait de la croissance. Elle considère au contraire s'être appauvrie : les révoltes de la faim qui ont secoué l'Égypte en avril l'ont rappelé de manière spectaculaire. Cette situation contraste avec la bonne santé des entreprises égyptiennes dont la situation financière et les perspectives de croissance sont florissantes⁷.

Pour contenir ces tensions, le gouvernement multiplie les initiatives budgétaires. Les salaires des fonctionnaires ont été augmentés de 30% en mai. Les subventions à la nourriture passeront de 8 à 10% du PIB. On prévoit de ce fait que le déficit budgétaire pourrait dépasser les 8% du PIB en 2008, contre 7,5% en 2007. Les ajustements fiscaux seront remis à plus tard...

Financer ces dépenses sera plus délicat

Malgré la crise des *subprimes*, l'Égypte n'a pas eu de problème pour financer son important déficit budgétaire en 2007. Ses obligations, les T-Bills, ont facilement intéressé les investisseurs et sont d'autant plus attractives que la livre égyptienne est orientée à la hausse. L'inflation croissante

devrait d'ailleurs inciter la banque centrale à autoriser la livre à s'apprécier davantage⁸. Cet outil pourrait être privilégié dans un contexte où la hausse des taux reste sans effet sur la demande de biens alimentaires.

Le pays est néanmoins plus vulnérable cette année à une baisse de la demande internationale pour les titres de dette émergente. **Au premier trimestre 2008, l'Égypte a été contrainte de retarder une émission obligataire⁹ d'un milliard de dollars devant servir à financer la hausse des subventions à la nourriture.**

Les IDE, tout en restant importants, pourraient aussi ralentir alors que le coût du risque égyptien est en hausse¹⁰. La bourse du Caire est d'ailleurs en léger repli depuis le début de l'année. Notons que ce n'est pas tant le risque égyptien qui est en hausse, que l'aversion au risque des investisseurs.

Des difficultés à prévoir au-delà de 2008

Le pays parviendra vraisemblablement à se financer auprès des marchés financiers. Mais alors que le gouvernement augmente le niveau de ses dépenses publiques pour alléger le poids de l'inflation sur sa population, il se rend plus dépendant des financements extérieurs. La sensibilité du pays au niveau de confiance des investisseurs en est accrue. Le maintien de la paix sociale et la poursuite de réformes structurelles (notamment des privatisations) seront donc primordiaux. On peut craindre que le pays connaisse des difficultés supplémentaires à moyen terme, car les dépenses engagées pourraient être durables, alors que le caractère soutenable de la croissance n'est pas avéré. **L'inflation des biens alimentaires est donc un risque élevé, à combattre par des mesures conjoncturelles et structurelles fortes, notamment le soutien à la création et au développement d'entreprises.** ■

Riadh EL HAFDHI

riadh.el-hafdhi@credit-agricole-sa.fr

Directeur de la publication : Jean-Paul Betbèze
Rédaction en chef : Jean-Paul Betbèze — Jean-Louis Martin — Sylvain Laclias
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

4. Les subventions du gouvernement permettent à près de 75% de la population d'acheter les biens alimentaires de base à des prix administrés.

5. Les associations de travailleurs revendiquent une revalorisation du salaire minimum légal dans le bâtiment, soit 150 livres/mois actuellement, à 1200 livres/mois, l'équivalent de 240 dollars/mois

6. En mai 2008, les entreprises paieront leur gaz 58% plus cher. Il en est de même pour les prix de l'essence pour les particuliers, en hausse de 35% au mois de mai.

7. Le CASE (Le Cairo and Alexandria Stock Exchange) enregistre une hausse spectaculaire de 51% en 2007 et un repli limité à 5% depuis le 1^{er} janvier 2008.

8. La livre s'est appréciée de 3,2% au premier trimestre 2008 face au dollar.

9. Cette émission aura peut-être lieu en juin, si les conditions sur les marchés internationaux lui sont plus favorables.

10. Le marché des CDS (Credit Default Swaps) indique que le coût du risque de crédit égyptien a augmenté de 150 points de base depuis le 1^{er} janvier 2008.