

CEPII

L'économie mondiale 2007



La Découverte

9 bis, rue Abel-Hovelacque
75013 Paris

III / Économies émergentes et en développement

*Vincent Caupin, Jean-Raphaël Chaponnière, Jean-Pierre Patat,
Jérôme Sgard, Yves Zlotowski**

L'Asie émergente dix ans après la crise

Après un léger ralentissement au premier semestre 2005, la croissance asiatique s'est accélérée pour atteindre en moyenne 7,5 % sur l'année. La Chine a tiré cette performance vers le haut, mais plusieurs pays – Cambodge, Indonésie, Pakistan et Vietnam – ont enregistré en 2005 une croissance record. Les premiers mois de 2006 annoncent une croissance tout aussi vigoureuse qui devrait se poursuivre en 2007, à moins d'un ralentissement américain.

En Chine, les craintes d'un atterrissage brutal sont réapparues après l'annonce au 1^{er} trimestre 2006 d'une accélération du crédit ; mais au 2^e trimestre la croissance à deux chiffres se poursuit. À la suite du recensement des activités économiques – réalisé par 13 millions d'enquêteurs ! – les taux de croissance depuis 1997 ont été révisés à la hausse. Une meilleure estimation des services a conduit à une réévaluation de 17 % de la valeur du PIB de 2004 ; la Chine a ainsi gagné deux places au classement mondial pour se hisser au 4^e rang. Du même coup, le taux d'investissement ne serait « plus que » de 40 % en moyenne sur 2000-2004. Cet effort, qui reste sans précédent sur longue période, s'est encore intensifié

* Vincent Caupin (Méditerranée-Moyen-Orient) et Jean-Raphaël Chaponnière (Asie) sont économistes à l'AFD ; Jean-Pierre Patat (Afrique) est conseiller au CEPIL ; Jérôme Sgard (Amérique latine) est économiste au CEPIL ; Yves Zlotowski (Russie) est expert risque-pays à COFACE.

en 2005 et 2006. Le PIB chinois est environ le cinquième du PIB américain mais l'investissement chinois est la moitié de l'investissement américain. Encouragées par des taux d'intérêt inférieurs de moitié au rythme de croissance, les entreprises d'État multiplient les investissements – dont elles autofinancent la moitié – sans souci de leur rentabilité. La conséquence en est une concurrence sévère sur le marché domestique comme à l'exportation, qui érode les profits et provoque de nombreuses faillites. Cela devrait entraîner un ralentissement de l'investissement qui tarde pourtant à se manifester. Pour lutter contre la surchauffe mais soucieuses de ne pas favoriser les entrées de capitaux, les autorités n'ont relevé les taux d'intérêt qu'à des doses homéopathiques, avant de se résigner à prendre des mesures de « persuasion morale ». La poigne de la Commission des réformes et du développement se substitue à la main invisible du marché, mais la taille et la complexité du pays ne permettent plus de « microgérer » l'économie. Le second moteur de la croissance, l'exportation, fonctionne à plein régime et les résultats du premier semestre montrent que l'excédent commercial de 2006 pourrait dépasser de 50 % le record de 2005 (102 milliards de dollars). Dans ce contexte, et même si elle est dynamique, la consommation ne joue qu'un rôle auxiliaire.

Le 11^e plan (2006-2010) souhaite un infléchissement du régime de croissance. Mais l'objectif du gouvernement de Hu Jintao de parvenir à une croissance plus harmonieuse et moins rapide (7,5 % au lieu des 9 % des vingt-cinq dernières années) se heurte à l'assez grande autonomie des autorités provinciales dont les priorités restent la hausse du niveau de vie et les créations d'emplois. Accepter une plus grande flexibilité de la politique de change favoriserait l'inflexion souhaitée, mais le gouvernement redoute les conséquences d'une appréciation du renminbi sur les disparités entre villes et campagnes alors que le nombre de révoltes jugées « sérieuses » par le ministère de l'Intérieur a encore augmenté en 2005 (85 000 cas).

La parité du renminbi est depuis trois ans un sujet de tension avec Washington ; elle reste d'actualité avec le creusement du déficit bilatéral en 2006 (61 milliards sur les quatre premiers mois). Dans ce contexte, le 32^e rapport du Trésor américain sur « l'économie internationale et les politiques de taux de change » de mai 2006 était très attendu. Allait-il conclure à une manipulation du renminbi et donner des arguments aux partisans de sanctions commerciales contre la Chine ? Tout en regrettant le

manque de flexibilité de la politique de change chinoise, le rapport a estimé qu'elle n'était pas menée avec l'*intention* d'améliorer la compétitivité des exportations. Toutefois, en privilégiant l'analyse du second semestre 2005 au cours duquel le renminbi s'est apprécié de 2,6 % (dont l'essentiel en juillet), le rapport s'est donné un critère de référence pour sa prochaine édition qui suivra les élections de *mid term*. De mai à août 2006, le dollar a fluctué autour de la barre des 8 yuans. La parité de la monnaie chinoise pourrait rejoindre celle du dollar de Hong Kong (7,8) ; ce rapprochement aurait une charge symbolique forte, dix ans après le retour de la colonie britannique dans le giron chinois.

L'attention portée à la stabilité du renminbi ne doit pas faire oublier que plusieurs monnaies asiatiques (baht thaïlandais, won coréen, ringgit malaisien, dollar taiwanais) se sont appréciées vis-à-vis du dollar au cours des deux dernières années. L'Asie hors Chine qui a absorbé cette appréciation a été aussi moins affectée qu'on ne l'aurait pensé par la hausse des prix pétroliers ; de plus, elle a bien résisté à la libéralisation des échanges textiles et toute la région continue de profiter de la bonne conjoncture électronique.

À l'exception de la Malaisie et du Vietnam, tous les pays (y compris, depuis 2005, l'Indonésie) sont importateurs nets de pétrole. La Corée et Taiwan pratiquent des prix à la pompe proches des niveaux européens et ont amélioré leur efficacité énergétique, mais ce n'est pas le cas des autres pays. L'impact de la hausse des prix a toutefois été moins forte qu'anticipé : les contrats d'approvisionnement à long terme et le recours à des fonds de couverture ont permis de le limiter. La Chine a attendu mars 2006 pour augmenter ses prix. L'Indonésie a supprimé une partie des subventions fin 2005. Leur suppression totale en Thaïlande, jointe à la hausse des taux d'intérêt, a pesé sur la demande domestique qui s'est contractée au premier trimestre 2006 dans un contexte politique agité et, tirée par l'exportation, la croissance est modérée. Partout, la hausse des prix pétroliers a contribué à l'accélération de l'inflation, mais son impact sur l'indice des prix à la consommation a été limité par celui de la baisse des prix agricoles qui comptent davantage dans le panier de la ménagère. Au total, l'inflation est restée modérée à l'exception du Vietnam (7,5 % en 2005) et de l'Indonésie (12 %).

L'autre bonne surprise a été la bonne tenue du textile. La Corée et Taiwan se sont désengagés de ce secteur qui occupe une place importante, voire considérable, dans les exportations du

Cambodge, du Bangladesh, du Pakistan, du Sri Lanka et du Vietnam, où il est souvent le premier employeur industriel. Paradoxalement, le secteur textile joue un rôle modeste en Chine (15 % des exportations), le producteur le plus performant. Les industries chinoise et, dans une moindre mesure, indienne, ont été comme prévu, les grandes gagnantes de la levée des quotas américains et européens. La progression des exportations chinoises s'est faite au détriment de Hong Kong, de la Corée et de Taiwan, mais a peu affecté les autres exportateurs qui ont maintenu, voire augmenté, leurs parts de marché. Depuis qu'au deuxième trimestre 2005, l'UE et les États-Unis ont imposé de nouvelles restrictions aux exportations chinoises, les usines du Bangladesh et du Cambodge tournent à plein régime. Dans ces pays, les exportateurs se réjouissent des hausses du salaire minimum en Chine du Sud (de 690 à 800 yuans) qui doivent prendre effet durant l'été 2006.

Dans le domaine électronique, l'Asie apparaît comme un véritable « circuit intégré ». Le secteur assure un tiers des exportations asiatiques et près de la moitié des échanges intra-asiatiques. La reprise du « cycle du silicium » en 1998 avait favorisé la sortie de crise ; deux ans plus tard, l'éclatement de la bulle Internet avait mis la région en difficulté. Depuis 2005, les carnets de commandes des usines d'assemblage et des très nombreuses usines de fabrication de semi-conducteurs (les *fab*) profitent de l'engouement mondial pour les téléphones portables et les lecteurs MP3.

Deuxième puissance économique de l'Asie émergente, la Corée exporte l'équivalent de 15 % de son PIB vers la Chine dont elle est le second fournisseur. La poursuite de la croissance chinoise est une bonne nouvelle pour une économie dont la consommation et l'investissement sont assez peu dynamiques. Par contre, à Taiwan, les autorités inquiètes de la place de la Chine dans leurs exportations, ont annoncé de nouvelles mesures pour freiner les investissements sur le continent et pour les encourager à se diriger en Inde ou ailleurs en Asie. Cette attitude profitera au Vietnam où les Taiwanais sont déjà très présents. Le 30^e anniversaire de la réunification vietnamienne a été célébré par une première émission obligataire internationale, l'annonce d'un grand projet d'Intel et la visite de Bill Gates. Ces événements démontrent qu'à quelques mois de son adhésion à l'OMC et du sommet des chefs d'État de l'APEC qu'il accueillera en novembre, le Vietnam est sur le « radar » des investisseurs. Les capitaux étrangers ont également retrouvé le chemin de l'Indonésie où Susilo

Bambang Yudhoyono, premier président élu démocratiquement, a lancé une thérapie de choc contre la corruption qui lui vaut la confiance des investisseurs. L'archipel qui a dû surmonter plusieurs chocs (attentat de Bali, tsunami, tremblement de terre) a réalisé en 2005 sa meilleure performance économique depuis 1997. Réagissant à la poussée de l'inflation, la Banque d'Indonésie a donné la priorité à la stabilité sur la croissance et décidé une forte hausse des taux au premier semestre 2006.

La croissance de l'Asie du Sud-Est n'a que peu d'effet d'entraînement sur l'Asie du Sud dont la croissance repose davantage sur la dynamique interne. Avec une croissance annuelle de 8 % depuis trois ans, l'Inde s'approche de la performance chinoise : cette accélération a contribué à l'exubérance des marchés, finalement sanctionnée par une sévère correction en juin 2006. L'essor spectaculaire des services informatiques ne doit pas faire oublier que le secteur manufacturier assure plus de la moitié des recettes en devises. Mais les freins à la flexibilité de l'emploi limitent le développement des industries à haute intensité de main-d'œuvre : l'Inde, potentiellement très compétitive a beaucoup moins profité que la Chine de la levée des quotas textiles. C'est ce qui explique l'engouement pour les zones franches depuis la publication en février 2006 d'une nouvelle loi favorisant leur création. L'année 2007 marquera le début du 11^e plan quinquennal qui vise une croissance moyenne de 7 %. Cela suppose d'investir davantage dans les infrastructures : l'État indien leur consacre 3 % du PIB au lieu de 10 % en Chine. Compte tenu du poids de la dette publique (80 % du PIB), cet effort devra s'appuyer sur l'investissement privé et étranger. La seconde priorité, la poursuite des réformes, sera plus difficile du fait de la présence des communistes dans le gouvernement. La croissance indienne a peu d'impact sur le Pakistan qui est très peu ouvert sur l'extérieur. Ce pays a bénéficié de la nouvelle donne géopolitique de l'après-11 septembre. Les allègements du Club de Paris, l'aide internationale, le retour des capitaux privés, ont contribué à l'accélération de la croissance depuis 2002. Elle s'est accélérée en 2005 du fait d'une bonne pluviométrie et de la bonne santé du textile. Les conséquences économiques du tremblement de terre très meurtrier d'octobre 2005 seront limitées, mais la croissance devrait s'essouffler en 2006.

L'année 2007 marquera le dixième anniversaire de la crise asiatique. C'est l'occasion de relever certains changements intervenus depuis lors. Sur le plan régional d'abord, cette crise a révélé le rôle de la Chine. En 1997-1998, le maintien de la parité du renminbi

face au dollar risquait de réduire la compétitivité de la Chine face à ses voisins dont les monnaies avaient chuté ; mais, en choisissant de maintenir le *peg*, Pékin a évité un approfondissement de la crise. La Chine a ainsi renforcé sa stature politique dans une région très critique vis-à-vis des recettes occidentales imposées par le FMI.

À la veille de la crise, les quatre NPI d'Asie et les quatre « tigres » de l'ASEAN (Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande) investissaient plus qu'ils n'épargnaient, situation *a priori* normale pour des économies en développement. Depuis, la situation est inverse, ces pays (à l'exception de la Thaïlande) dégagent des surplus courants. Ce n'est pas la hausse de leur taux d'épargne qui explique ce basculement, mais la baisse de leur taux d'investissement. Celle-ci apparaît structurelle et pourrait s'expliquer par une plus grande volatilité de la croissance des exportations, mais également par l'effet d'éviction provoqué par la montée de la Chine. En 1996, les huit pays (NPI et ASEAN) et la Chine investissaient respectivement 482 et 280 milliards de dollars ; en 2005, ces montants étaient de 473 et 920 milliards de dollars. L'investissement a diminué de 10 points de PIB en moyenne dans les huit pays alors qu'il a augmenté de 5 points en Chine. Cette baisse qui a permis de retrouver des taux plus soutenables s'est accompagnée d'un effondrement des dépenses publiques d'infrastructures alors que, durant la même période, la Chine a fait un effort colossal pour construire routes, ports et aéroports. L'amélioration des infrastructures est désormais l'un des principaux enjeux de développement pour l'Asie du Sud-Est. Elle l'est aussi pour l'Asie du Sud. L'une comme l'autre doivent faire face au défi de l'urbanisation et aussi renforcer leur compétitivité face à la Chine.

Une autre conséquence de la crise a été l'entrée d'investissements directs étrangers (IDE) dans des pays qui n'avaient jusque-là qu'entrouvert leurs portes aux implantations étrangères. On a assisté à une entrée massive d'IDE, notamment à l'occasion de rachats d'entreprises en difficulté. Cette ouverture fait désormais l'objet d'un débat. En Corée où la moitié de la capitalisation boursière est détenue par des étrangers, une loi vient de suspendre les avantages accordés aux IDE lorsque les capitaux sont originaires des paradis fiscaux. En Thaïlande, le public a manifesté contre les rachats d'entreprises nationales par des capitaux singapouriens. L'ouverture aux IDE commence également à être critiquée en Chine.

L'accumulation de surplus courants et les entrées de capitaux ont réduit les ratios d'endettement et gonflé le niveau des réserves

(les réserves chinoises devraient atteindre 1 000 milliards de dollars d'ici la fin de l'année 2006). Les réserves mettent l'Asie à l'abri d'une répétition de la crise de 1997. La situation est en revanche bien plus incertaine sur le plan politique. Les attentats de Bombay font craindre un regain de tension entre les deux puissances nucléaires d'Asie du Sud. En Asie de l'Est, le régime nord-coréen, affaibli par les sanctions américaines et japonaises, a voulu rappeler par ses tirs de missiles sa capacité de nuisance qui est, avec le soutien chinois, son seul atout. Cette péripétie rappelle que la résolution de la question coréenne est de nature à bouleverser l'équilibre stratégique de la région.

Amérique latine, au-delà de l'orthodoxie financière

L'Amérique latine reste une terre promise des économistes. Ainsi la région connaît toujours des phases de volatilité élevée, voire de crise, qui rappelleront très vite les expériences passées – hyperinflation et défauts de paiements des années 1980, crises financières des années 1990. Le second semestre 2006 a été l'occasion de rappeler ces souvenirs : un repli assez violent des marchés de capitaux a précipité la réapparition de symptômes connus – augmentation brutale des primes de risque, effondrement des cours boursiers, décrochage des marchés de change. Et comme d'habitude, cet épisode avait été précédé d'une phase d'euphorie boursière : en début d'année, on répétait partout que les économies latino-américaines avaient réalisé un saut qualitatif, que les crises appartenaient au passé et qu'il était donc grand temps d'investir en masse sur ces marchés, quitte à perdre 20 % de la mise trois mois plus tard... Bref, l'exubérance irrationnelle avait encore frappé.

Face à ces cycles de la liquidité internationale, des problèmes structurels restent là, qui contribuent à la grande inertie des performances économiques. En particulier, la croissance reste faible et instable en moyenne période, et les inégalités de revenu sont toujours exceptionnellement élevées. Il est aisé alors de faire le lien entre ces deux constats et l'émergence de courants néo-populistes : derrière la question de la méthode politique – comment réformer ? – ces courants posent aussi le problème de l'équité dans le partage de la richesse qui est aujourd'hui au centre du débat public dans toute la région. Le cas le plus spectaculaire est bien sûr celui de Hugo Chávez, au Venezuela, mais il a été ren-

forcé par l'élection d'Evo Morales à la présidence de la République en Bolivie, qui a annoncé presque immédiatement la nationalisation des ressources énergétiques du pays ; quelques semaines plus tard, la présidentielle péruvienne a vu, elle aussi, la percée d'un candidat se réclamant de ces deux *leaders*.

Où en est-on aujourd'hui, entre le court-termisme extrême attaché aux cycles instables des marchés de capitaux, et la longue durée de sociétés profondément injustes ? Entre les deux, les politiques de réforme peuvent-elles laisser leur marque, ou bien l'Amérique latine reste-t-elle enfermée dans la répétition des cycles économiques et dans l'inefficacité politique ?

Avril-juin 2006 : correction sur les marchés émergents

Entre la fin du mois d'avril et la mi-juin 2006, l'ensemble des marchés émergents (Europe de l'Est, Asie, Amérique latine) a subi une forte correction. La prime de risque moyenne sur les émissions souveraines est passée de 157 à 191 points de base. Un peu moins bien notée en moyenne, l'Amérique latine a subi un choc un peu atténué par rapport au reste du monde émergent, mais différencié. Deux pays ont été plus sévèrement affectés : le Venezuela, *a priori* pour des raisons politiques ; l'Argentine, sans doute du fait des conditions musclées dans lesquelles elle a restructuré sa dette en 2005. En revanche, le Chili voit une nouvelle fois confirmer sa bonne image sur les marchés, avec une légère amélioration de sa prime au cours de la période.

Si l'on passe à un indicateur de risque privé – l'indice boursier – on constate une correction importante. Ceci témoigne notamment des phénomènes spéculatifs observés dans les dernières semaines avant le décrochage des marchés, notamment au Brésil

Tableau I. Avril/juin 2006 : la volatilité sur les marchés financiers

	Prime de risque souverain (points de base)		Variation de l'indice boursier MSCI (en %)		Variation du taux de change par rapport au dollar (en %)	
	au 16/06	écart par rapport au 27/04	du 01/01 au 16/06	du 27/04 au 16/06	du 01/01 au 16/06	du 27/04 au 16/06
Argentine	376	+ 50	+ 21	- 18	-2	- 1
Brésil	201	+ 31	- 2	- 24	+3	- 8
Chili	59	- 4	- 5	- 13	- 6	- 5
Colombie	208	+ 60	- 21	- 31	-11	- 8
Mexique	136	+ 24	- 6	- 15	-7	- 3
Venezuela	216	+ 51	-	-	0	0
Amérique latine	200	+ 29	- 3	- 20	-	-
Ensemble émergents	191	+ 34	- 3	- 18	-	-

Sources : HSBC ; CEPIL.

et en Colombie. Enfin, les évolutions des marchés de change reflètent les opérations sur les marchés d'actifs et les interventions des Banques centrales. En Argentine par exemple, les autorités sont intervenues fortement pour éviter une baisse du change et ses effets inflationnistes, après avoir, en sens inverse, lutté depuis 2002 contre toute appréciation pour maintenir la compétitivité extérieure de l'économie. Les autorités brésiliennes, quant à elles, avaient suivi une politique opposée : après avoir laissé le real s'apprécier fortement en termes réels depuis 2003, elles sont certainement très satisfaites du décrochage récent. Enfin, on peut relever le cas du Venezuela, qui suit une politique de change fixe, ou celui de la Colombie, où les ajustements nominaux ont été particulièrement spectaculaires.

Mais le point remarquable dans cet épisode de volatilité des marchés n'est pas tant leur dimension nominale : *in fine*, il ne s'agissait aucunement d'un scénario de crise systémique de type 1997-1999. Le point le plus intéressant est qu'il n'y a eu aucun choc macroéconomique et que les politiques économiques ont été au total peu affectées. Voilà bien le fait nouveau.

Les politiques macroéconomiques

Sans refaire l'histoire, on peut penser qu'il y a quelques années, dans bon nombre de pays, l'épisode récent de volatilité aurait eu des effets réels beaucoup plus marqués, obligeant sans doute les autorités à réagir avec vigueur. Typiquement, les Banques centrales auraient été contraintes de remonter fortement les taux d'intérêt, pour éviter un dérapage du change et un impact dangereux sur la dette en devises ; mais le déficit public se serait creusé du fait des paiements d'intérêts et la croissance aurait été affectée, au risque d'amplifier l'inquiétude des investisseurs et de précipiter *in fine* une crise de liquidité. Ce scénario autoréalisateur s'est illustré lors de la crise de nerfs des marchés dans les mois qui ont précédé l'élection du président Lula au Brésil, en 2002. Or, au printemps 2006, la Banque centrale brésilienne s'est simplement occupée de ses affaires habituelles : suivre pas à pas l'évolution des anticipations d'inflation. Et comme celles-ci n'ont pas bougé et que les tensions sur le marché de la dette publique sont restées modérées, elle a pu poursuivre le mouvement de baisse des taux engagé depuis septembre 2005. En d'autres termes, l'économie brésilienne et la politique économique sont restées largement inaffectées par les

Tableau II. Croissance faible et stabilité financière

	Croissance du PIB			Solde courant	Déficit budgétaire 2005, en % PIB	Dette publique
	2001-2004	2005	2006 ^p			
Argentine	0,6	9,2	7,9	1	1	98
Brésil	2,1	2,3	3,5	0,6	- 2,7	76
Chili	3,9	6,3	5,4	2,1	8,5*	11
Colombie	3	5,1	4,5	- 1,6	0	46
Mexique	1,6	3,0	4,1	- 0,3	- 1,4	25
Venezuela	0,2	9,7	6,5	30	- 3*	31

* *Gouvernement central.**Sources : HSBC ; CEPIL.*

turbulences financières, cela pour une raison principale : depuis trois ans, la discipline budgétaire et la réduction de la part de la dette publique porteuse d'un risque de change ont réduit drastiquement la vulnérabilité externe de cette économie.

Ce constat peut être étendu de manière assez générale au reste de la région : les finances publiques sont globalement en ordre (quoiqu'avec des niveaux d'endettement largement différents). Les soldes courants sont souvent en excédent et les réserves de changes abondantes. Enfin, les politiques monétaires orthodoxes ont acquis une vraie crédibilité : face à un choc nominal sur le taux de change, les prix des biens échangeables s'ajustent, mais n'entraînent plus avec eux les salaires et les prix des biens non échangés, comme à la haute époque de la dollarisation à grande échelle. C'est pourquoi le Brésil (comme le Mexique) a pu baisser ses taux au second trimestre 2006 ; les Banques centrales qui ont remonté les leurs au cours de la période ne sont jamais allées au-delà de 50 points.

Ces données confirment le constat tant répété selon lequel les « fondamentaux » des économies latino-américaines sont désormais beaucoup plus solides. De fait, elles peuvent être interprétées comme le véritable aboutissement de l'orthodoxie macroéconomique des quinze dernières années.

Cela étant, le bât blesse sérieusement, en deux points au moins. D'abord, ce n'est pas parce que les politiques économiques sont plus vertueuses que les marchés prennent moins de risques et que les ajustements sont moins redoutables. Tout s'est passé jusqu'à la correction de mai 2006 comme si les investisseurs, oubliant l'expérience des années 1990, avaient simplement « chargé plus de risques », là où les politiques économiques ont acquis plus de crédibilité. Les risques de surajustement restent donc très présents. En somme, si les pays ont progressé, ce n'est pas nécessairement

le cas des investisseurs. Deuxième souci, les bénéfices de l'orthodoxie sont appréciables, mais néanmoins inférieurs à ce qu'on attendait, et parfois à ce qu'on avait promis. Si tout se passait comme dans les manuels et les petits catéchismes, les perspectives de croissance devraient être désormais très encourageantes. Or les résultats sont peu brillants sur ce plan et, pire encore, ils sont toujours très mal distribués dans la société. Tel est le dilemme central des gouvernements actuels et de ceux qui veulent les remplacer.

Politiques de structure : croissance et politiques sociales

On sait qu'en moyenne période la croissance dépend du taux d'épargne, puis de la capacité des intermédiaires (banques, marchés, investisseurs publics) à allouer efficacement le capital, afin que son rendement social et privé soit le plus élevé possible. Ceci a justifié les politiques de libéralisation financière et de réduction de la pression fiscale des trois dernières décennies, avec les résultats mitigés qu'on vient de rappeler. Dans ce contexte a réémergé au cours des dernières années la question de l'investissement en infrastructures et de la part que peut y prendre le secteur privé – privatisation, partenariat public/privé, concession. Des résultats satisfaisants ont été atteints dans certains secteurs (routes, aéroports, installations portuaires) ; pour d'autres en revanche (l'eau, les chemins de fer), un retour des acteurs publics pourra s'imposer. Enfin, dans tous les cas de figure, un cadre juridique adéquat et solidement défendu est absolument nécessaire. Sinon, comme on l'a vu en Argentine mais aussi au Brésil, dans certains secteurs, les résultats seront décevants : les usagers seront mécontents et c'est aussi la croissance qui risque de pâtir.

Vient ensuite le second volet majeur de l'action publique, sur lequel la demande sociale est également très forte – les politiques sociales et la lutte contre la pauvreté. Contrairement à la doxa des années 1990, il est établi désormais que la croissance seule ne suffit pas à réduire fortement les taux de pauvreté. Des politiques sociales actives sont donc nécessaires. Certaines s'inscrivent clairement dans le long terme, comme l'investissement en éducation ou en équipements de santé. D'autres impliquent des transferts directs de revenus : ils ont des effets immédiats en termes de capacité de consommation, mais peuvent aussi créer des incitations adverses sur les bénéficiaires – trappe à pauvreté, etc.

Une tendance intéressante sur ce plan est l'adoption de politiques de transferts ciblés et conditionnels : le soutien monétaire

est apporté en échange d'engagements personnels, qui seront vérifiés, en matière d'éducation des enfants, de formation professionnelle ou de suivi de santé. Lancées depuis plusieurs années au Mexique ou au Chili, plus récemment au Brésil et au Pérou, ces politiques s'inscrivent donc en rupture avec les politiques sociales antérieures, d'inspiration européenne : universalistes et inconditionnelles dans leurs principes, elles sont généralement anti-redistributives et peu légitimes en raison d'une surconcentration sur les classes salariées, notamment la fonction publique.

Le problème est que des politiques sociales plus ciblées impliquent un déplacement de priorité aux dépens des classes moyennes salariées. Or, mieux loties que les pauvres, celles-ci sont aussi exposées à des aléas économiques et sociaux importants, contre lesquels elles sont souvent mal protégées. C'est dans l'attente d'une protection collective plus large qu'au Brésil elles ont majoritairement voté pour le candidat Lula, en 2002. Or elles ont été déçues : on leur a demandé de financer directement une part accrue de leurs dépenses de santé et d'éducation. Cet enjeu, qui reflète indirectement l'étendue des inégalités sociales, restera un point d'accrochage majeur dans la recherche de politiques sociales plus efficaces et plus équitables. Selon toute vraisemblance, il sera aussi une source de tensions récurrentes au plan politique.

Pression fiscale et discipline budgétaire, financement des infrastructures, lutte contre la pauvreté, protection sociale des classes salariées : tels sont les enjeux principaux autour desquels se redessinent progressivement les fonctions de l'État et de la dépense publique, dans un monde d'orthodoxie financière. C'est à travers ces dilemmes que semble devoir se définir l'arbitrage, plus ou moins réussi, entre la croissance et l'équité sociale. D'une certaine manière, les options populistes sont déjà une réponse à cette question, dont on peut douter qu'elle apporte des bénéfices durables. Il reste à prouver que les options chilienne, brésilienne ou mexicaine donneront à terme des résultats aussi satisfaisants au plan social qu'ils le sont désormais au plan macrofinancier.

Afrique, croissance et handicaps structurels

En Afrique subsaharienne, la croissance a été de 5,3 % en 2005 et devrait atteindre au moins ce chiffre en 2006 et 2007. Ces données contrastent avec la tendance très défavorable qui avait caractérisé la dernière décennie du xx^e siècle et, compte

tenu de la croissance de la population, un peu plus de 2 % l'an, permettent d'afficher une augmentation du revenu par tête de plus de 3 % en moyenne. Dans une économie mondiale en forte croissance, la performance africaine n'a cependant rien d'exceptionnel. Bien en deçà des performances passées et présentes des pays asiatiques, la croissance actuelle est inférieure au taux de 7 % nécessaire pour faire reculer la pauvreté (qui affecte plus de 50 % de la population dans de nombreux pays) et contribue donc au retard pris dans la réalisation des objectifs dits « du millénaire » (huit objectifs définis par l'ONU : réduction de moitié de l'extrême pauvreté, éducation primaire pour tous, arrêt de la propagation du VIH/sida...).

La croissance est largement tirée par l'augmentation de la production pétrolière et par la flambée des cours de matières premières soumises à une très forte demande mondiale : pétrole bien sûr, mais aussi métaux dont les prix ont encore progressé de 26 % après 16 % en 2004. Ceci contribue à accentuer les écarts entre pays (croissance moyenne de 6,8 % en 2005 pour les exportateurs de pétrole et de 4,9 % pour les importateurs), d'autant que les cours des produits agricoles n'ont dans l'ensemble guère augmenté. Ainsi, seules sept économies progressent à un rythme égal ou supérieur à 7 %, dont deux productrices de pétrole. Bien que l'investissement se développe, la part de la formation brute de capital fixe dans le PIB est inférieur à 20 % dans la moitié des pays (21 sur 42 pays). Dans ce domaine également, les progressions les plus fortes sont généralement observées chez les producteurs de pétrole et de métaux. La forte croissance des grandes économies asiatiques a contribué au dynamisme des exportations ; en revanche, elle ne favorise pas la diversification des productions africaines sévèrement concurrencées par les produits asiatiques sur les marchés intérieurs et mondiaux.

Sur le plan international, un certain nombre d'initiatives sont de nature à favoriser le développement du continent. D'abord, le Nouveau partenariat pour le développement africain (NEPAD), initiative africaine à laquelle les pays de l'OCDE, et en particulier le G8, se sont étroitement associés, a désormais un caractère pérenne. Il structure plusieurs aspects déterminants pour la croissance : amélioration de la gouvernance, développement des infrastructures, stratégie de développement et d'amélioration de l'agriculture. Ensuite, l'augmentation de l'aide des pays riches. Cette hausse s'inscrit dans le cadre d'un engagement général des pays du Nord d'accroître leur aide aux pays

pauvres, aide qui avait fortement décliné, au point de ne plus représenter que 0,22 % du PIB en 2000, et qui désormais atteint 0,3 % et devrait se situer à 0,36 % en 2012 (on sera encore loin de l'objectif de 0,7 % du PIB). L'Afrique bénéficie particulièrement de cette nouvelle orientation puisque les pays riches se sont entendus pour consacrer au continent la moitié de l'accroissement de leur contribution. Par ailleurs, lors de la réunion du G8 de Gleneagles, l'engagement a été pris de doubler d'ici 2010 l'aide à l'Afrique. Treize États africains devraient voir leur dette multilatérale totalement annulée, suite à la décision du G8 prise en 2005, ces allègements représentant de 20 % à 49 % du PIB des pays concernés. Enfin, dans le cadre du cycle de Doha, les pays industrialisés ont pris des engagements précis pour démanteler les protections dont ils font bénéficier leurs productions et exportations textiles et agricoles : toutes les subventions aux exportations agricoles devront être supprimées d'ici 2013 ; celles destinées aux exportations de coton devront l'être en 2006. Mais la suppression des subventions aux producteurs de coton, qui déstabilisent des filières entières en Afrique de l'Ouest, restent dans le flou. En outre, les pays africains perdront le bénéfice d'importations à bas prix de produits que, pour le moment, ils produisent peu ou mal.

Un handicap structurel, la carence des financements privés

L'Afrique continue de subir des handicaps structurels dont l'un des plus graves est l'insuffisance des financements privés. Les systèmes bancaires sont fragiles et les autorités de contrôle doivent améliorer leur compétence et leur autonomie vis-à-vis des pouvoirs publics. Dans de nombreux pays, les banques disposent d'une très abondante liquidité, mais l'utilisent peu pour adosser des crédits aux entreprises de taille moyenne qui constituent pourtant le socle de l'investissement et d'une croissance durable et forte. La perception d'un risque jugé important limite souvent le champ des bénéficiaires de crédits bancaires aux entreprises étrangères, jugées plus sûres. Par ailleurs, du fait de l'aisance de trésorerie des banques commerciales, les politiques monétaires des Banques centrales ont peu d'influence sur le niveau des taux d'intérêt pratiqués par les établissements de crédit qui maintiennent des taux réels parmi les plus élevés du monde. Hypersélection des bénéficiaires, coût du crédit prohibitif contribuent à assécher le financement des entreprises. Certaines insti-

tutions multilatérales ont mis sur pied des concours spécifiques aux entreprises. Mais la solution de ce problème est avant tout interne. La création de bourses de valeurs, souvent liée à des considérations de prestige et qui, à de rares exceptions près, végètent, ne devrait pas détourner les autorités de mener une action déterminée pour encourager les financements par le système bancaire. Cette action doit viser la promotion de bons systèmes de garantie, l'amélioration des canaux de transmission de la politique monétaire et des circuits de règlements interbancaires, une refonte des droits de propriété et de la transmission des titres fonciers, un programme d'assistance aux PME pour l'amélioration de leur gestion, de la prévision et de la transparence de leur situation financière.

La faiblesse des financements privés concerne aussi les investissements directs étrangers (3 % du PIB) : leur provenance se diversifie (Chine et Inde), mais leur progression globale reste faible. La contribution des capitaux africains demeure elle aussi modeste puisqu'on estime à 40 % la part de l'épargne détenue à l'étranger (contre 4 % en Asie). Le NEPAD a contribué à accroître les engagements publics des pays riches mais n'est pas encore parvenu à mobiliser massivement le secteur privé. Une récente initiative, l'*Investment Climate Facility*, vise, par des actions concrètes (réduction du coût des transferts et des rapatriements de capitaux qui peuvent atteindre jusqu'à 15 % des montants en cause, développement de systèmes de paiement sécurisés, harmonisation des réglementations bancaires, etc.), à sensibiliser et à encourager les investissements privés, étrangers et domestiques qui, pour l'instant se concentrent surtout (sauf quelques exceptions comme le Mozambique) dans l'exploitation des matières premières. Mais, plusieurs alertes, s'agissant des droits de la démocratie comme des conflits interÉtats ou intra-États (Tchad, Delta du Nigeria, Éthiopie/Érytrée) s'ajoutant à la persistance de situations de tensions déjà anciennes (Kenya, Ouganda, RDC, Darfour, Côte-d'Ivoire), ont rappelé que l'amélioration, indiscutable, de la gouvernance constatée depuis le début du siècle ne pouvait être considérée comme définitivement ni partout acquise.

Pétrole et développement

De nouvelles découvertes accroissent le potentiel des pays pétroliers et/ou gaziers (Nigeria, Congo, Gabon, Guinée équatoriale, Angola) et font entrer de nouveau pays dans le cercle des producteurs : Tchad, Sao-Tomé, Soudan, Mauritanie... Outre les

majors présentes sur les gisements les plus importants (en particulier en mer), on observe un foisonnement de petites et moyennes compagnies spécialisées dans la recherche et l'exploitation de gisements marginaux. La diversification est également notable au plan international avec la fin des chasses gardées américaines et françaises, et l'intervention de compagnies asiatiques, notamment chinoises mais aussi indiennes et malaises.

L'accroissement des ressources en pétrole et en gaz devrait avoir des effets favorables. Mais cet atout peut se révéler improductif et même contre-productif, comme le montre la gestion de la richesse énergétique dans des pays qui sont, de longue date, d'importants producteurs. Dans ces pays, l'extraction de pétrole et de gaz a procuré de substantiels revenus aux gouvernements en place sans apporter de notables améliorations du niveau de vie des populations. L'exportation de la quasi-totalité de la production y a provoqué des distorsions économiques en réduisant la compétitivité des autres activités et en conduisant, de fait, ces économies à la monoproduction sans que, paradoxalement, la satisfaction des besoins domestiques en énergie ait été améliorée d'une manière notable.

Un point qui pourrait être positif pour l'avenir est l'adhésion d'un certain nombre de gouvernements de pays producteurs au « Partenariat pour la transparence des revenus pétroliers », en accord avec l'OCDE et la Banque mondiale, partenariat qui devrait garantir que les ressources tirées de la rente pétrolière soient affectées à des investissements essentiels pour l'avenir. Il est encore trop tôt pour évaluer l'impact tangible de ce dispositif dont l'efficacité dépend largement des capacités de gestion administrative des gouvernements concernés. Par ailleurs, le gouvernement tchadien a récemment remis en cause ce cadre d'action.

Enfin, il est encourageant de constater que, dans plusieurs pays, généralement pas ou peu dotés en matières premières, et en tout cas dépourvus de revenus pétroliers, de bonnes performances de croissance sont observées, qui devraient se confirmer durant les prochaines années : Burkina Faso, Botswana, Ghana, Mali, Mozambique, Tanzanie... avec, chez certains d'entre eux, des avancées encourageantes dans la voie des objectifs du millénaire. Ces exemples montrent clairement que le décollage n'est pas forcément lié au bénéfice d'une rente, mais résulte surtout d'un effort constant pour améliorer le fonctionnement de la démocratie, la gouvernance et la gestion macroéconomique.

Pétrole, croissance et mutations en Méditerranée – Moyen-Orient

La région Méditerranée et Moyen-Orient connaît une phase de mutation qui modifie progressivement le paysage économique régional. Après plus d'une décennie d'activité économique atone, l'accélération de la croissance, entamée depuis 2003, se confirme. Atteignant 6,2 % dans l'ensemble de la région en 2005, le rythme de croissance est dorénavant trois fois supérieur à celui de la période 1998-2002 et, pour la cinquième année consécutive, la zone croît plus vite que la moyenne mondiale. Cette dynamique retrouvée concerne l'ensemble des pays de la région ; seuls le Liban et le Maroc sont restés en marge en 2005. Dans une conjoncture économique internationale favorable cette mutation est alimentée par (1) la hausse des prix du pétrole, (2) le processus de mondialisation et (3) l'adoption de réformes structurelles d'envergure dans certains pays.

En termes réels, les cours du pétrole sont aujourd'hui proches des sommets atteints succinctement en 1980 (75 dollars en dollars constants de 2005). Contrairement aux 1^{er} et 2^e chocs, la hausse des prix est cette fois-ci progressive et apparaît durable. Les pays producteurs (Algérie, Arabie Saoudite, Bahreïn, Iran, Koweït, Libye, Oman, Qatar, Syrie et Émirats arabes unis) retrouvent ainsi une aisance financière perdue depuis le milieu des années 1980. Instruites des expériences douloureuses du passé, les autorités nationales adoptent une gestion macroéconomique prudente, préférant gérer la hausse des prix pétroliers comme un choc temporaire plutôt qu'un choc permanent. Les budgets 2006 s'appuient ainsi sur des hypothèses de cours du baril deux fois inférieures en moyenne (35 dollars) aux prix mondiaux constatés. Les pays pétroliers ne modifient par ailleurs pas leur politique de change (maintien inchangé du *peg* au dollar pour la plupart des pays) alors que l'inflation demeure pour l'essentiel sous contrôle. On assiste en conséquence à une forte croissance des taux d'épargne, des excédents budgétaires (en moyenne 12 % du PIB en 2005) et des excédents du compte courant extérieur (21 % du PIB en 2005). Au total, les pays pétroliers ont épargné les deux tiers de la hausse de leurs revenus pétroliers depuis 2002, pour moitié sous forme d'accumulation de réserves extérieures (leurs réserves atteignent 360 milliards USD, dont 150 milliards pour la seule Arabie Saoudite, soit 15 % des réserves des pays émergents et en développement) et pour moi-

tié pour rembourser leur dette extérieure ou acquérir des actifs, notamment dans les pays arabes. L'Iran constitue une notable exception avec de faibles excédents budgétaire et courant.

L'impact de la hausse des prix du pétrole sur les pays importateurs de la région est plus ambivalent. L'effet négatif sur la balance commerciale et les soldes budgétaires (les gouvernements ont préféré accroître les subventions à la pompe plutôt que de répercuter aux consommateurs l'intégralité de la hausse des prix internationaux) est au moins partiellement compensé par un effet positif sur les transferts de leurs nationaux travaillant dans les pays du Golfe (transferts vers la Jordanie, l'Égypte et le Liban notamment) et les recettes touristiques (les ressortissants du Golfe délaissant les pays occidentaux). Par ailleurs, les pays producteurs recyclent pour partie dans la région leurs pétrodollars sous la forme d'investissements directs et de placements de portefeuille. Au total, on assiste dans les pays importateurs à une détérioration des soldes courants extérieurs financés toutefois sans difficulté par des entrées de capitaux. La Jordanie en est l'exemple le plus frappant avec une nette dégradation de son déficit courant (15 % du PIB) financé jusqu'à présent sans tension.

L'abondance de liquidités dans la région a fait flamber les bourses arabes en 2005 qui ont affiché les meilleures performances mondiales. La majorité des indices boursiers de la région ont augmenté de ± 100 % sur l'année 2005. En Arabie Saoudite et en Égypte, la hausse cumulée depuis 2003 dépasse les 500 %, une croissance bien supérieure à celle des profits répertoriés par les entreprises cotées sur ces marchés. Fin 2005, la capitalisation boursière de l'ensemble des pays de la région Méditerranée et Moyen-Orient dépassait celle des pays latino-américains ou celle des pays d'Europe centrale. Un début de correction des indices boursiers est intervenu au premier semestre 2006, notamment dans les pays du Golfe avec une baisse de l'indice composite des bourses arabes (calculé par Shuaa Capital) de 23 %.

Le processus de mondialisation contribue également à modifier le paysage économique régional. Premièrement, comme dans le reste du monde, le poids de l'Asie se renforce : 13 % des importations des pays méditerranéens proviennent d'Asie contre 5 % il y a quinze ans ; les investissements directs asiatiques se développent de même que le recours à la main-d'œuvre asiatique pour le BTP en Algérie ou dans les *qualified industrial zones* de Jordanie. Si l'Europe demeure le principal partenaire économique, sa part de marché se contracte, tout particulièrement celle de la France.

Deuxièmement, le processus de libéralisation commerciale et d'ouverture de marchés jusqu'à présent très protégés se poursuit avec la mise en œuvre progressive de la zone de libre-échange euroméditerranéenne et l'entrée en vigueur d'accords de libre-échange avec les États-Unis (Maroc, Jordanie). L'intégration régionale continue à avancer timidement. La zone de libre-échange entre le Maroc, la Tunisie, l'Égypte et la Jordanie (processus d'Agadir) a été ratifiée par les quatre Parlements nationaux, mais elle n'est pas encore entrée en vigueur et les diverses initiatives pour renforcer le commerce entre les pays du Maghreb restent sans effet (la frontière entre le Maroc et l'Algérie est fermée depuis 1994). Troisièmement, l'évolution des règles commerciales internationales pour le commerce du textile-habillement modifie la donne pour certains pays de la région qui ont axé le développement de leur secteur exportateur sur ce créneau. Si les quotas textiles supprimés le 1^{er} janvier 2005 ont été ultérieurement réinstaurés par l'Union européenne et les États-Unis grâce aux clauses de sauvegarde (qui repoussent l'échéance jusqu'en 2008), l'intensification de la concurrence chinoise sur les marchés européens constatée au premier semestre 2005 s'est traduite par une chute des exportations de textile et habillement du Maroc et de la Tunisie de 9 % sur l'ensemble de l'année.

Par ailleurs, certains pays de la région ont engagé des réformes structurelles qui commencent à porter leurs fruits. En Turquie, le processus d'adhésion à l'Union européenne, officiellement lancé le 3 octobre 2005, joue un rôle d'ancrage pour les réformes économiques qui ont jusqu'à présent rencontré des succès indéniables : inflation sous la barre des 10 % pour la première fois en trente-cinq ans, situation budgétaire et d'endettement public assainie – la Turquie remplit à fin 2005 les critères de Maastricht sur ces deux paramètres –, croissance forte (7,5 % en 2005) et hausse sans précédent des investissements directs étrangers (2,3 % du PNB en 2005). Dans les années à venir, la perspective d'adhésion à l'UE devrait continuer à favoriser la croissance et le développement social. En Égypte, après des années de *statu quo*, la relance en 2004 du processus de réformes (fiscalité et politique de change, privatisation) a permis de restaurer graduellement la confiance des acteurs économiques. Les réformes sont également notables au Maroc qui a récemment adopté un nouveau code du travail, mis en place avec succès un programme de départ volontaire de la fonction publique et surtout consacré le rôle crucial du développement humain dans le

cadre de l'Initiative pour le développement humain (INDH) lancée par le roi Mohamed VI en 2005.

Ces réformes sont-elles suffisantes pour progressivement découpler le processus de croissance de moyen terme des phénomènes exogènes ? Probablement pas suffisamment dans la mesure où certains des facteurs de blocage à l'origine des mauvaises performances passées demeurent : (1) instabilité politique régionale et contestation de la légitimité des pouvoirs en place, (2) omniprésence des secteurs publics et/ou leur relative inefficacité (Algérie) qui contrarient le développement du secteur privé, (3) mauvaise allocation de l'investissement, et (4) retard accumulé en matière de capital humain (enseignement général et formation professionnelle). Par ailleurs, les stratégies de développement privilégient insuffisamment une croissance riche en création d'emplois, qu'il faudrait pourtant favoriser compte tenu de l'arrivée massive des jeunes générations sur le marché du travail tout en évitant le piège de la création d'emplois « factices » dans le secteur public, porteur de nouveaux déséquilibres sur le moyen terme. À cette fin, l'environnement économique devrait être adapté afin de favoriser le développement du secteur privé local et l'attrait des investissements directs étrangers générateurs d'emplois. Par ailleurs, le secteur de la construction, intensif en main-d'œuvre, devrait être encouragé pour répondre à la forte demande de logements.

L'évolution économique de la région à court et moyen terme dépendra de trois principaux paramètres. Premièrement, la question politique demeure un des facteurs clés des évolutions économiques. L'insécurité provoquée par les aggravations sporadiques des tensions et les risques de conflits au Moyen-Orient sont susceptibles de provoquer des effets économiques en chaîne : blocage des réformes, afflux de réfugiés, perte des recettes touristiques et des investissements étrangers.

Deuxièmement, l'évolution des prix du pétrole continuera d'être un déterminant fondamental de la situation économique des pays de la région. Si le « troisième choc » pétrolier s'avère permanent, il aura non seulement modifié les revenus des pays pétroliers mais aussi leur richesse : la valeur des réserves pétrolières des pays producteurs de la région Afrique du Nord/Moyen-Orient exprimées aux prix de l'année courante a ainsi augmenté entre 1999 et 2005 de 26 000 milliards de dollars – équivalent à 84 % du PIB mondial de 2005. Cette hausse de la richesse régionale devrait continuer à se traduire par une augmentation de la valeur des actifs mobiliers et immobiliers dans les pays pétroliers

et non pétroliers de la région et repositionne les pays producteurs dans le concert économique international. Les pays pétroliers seraient conduits à progressivement modifier leur politique économique (accroissement des dépenses publiques et probables appréciation des taux de change réels) pour prendre en compte l'évolution des paramètres structurels qu'il faudra gérer de manière opportune pour limiter les effets néfastes du « syndrome hollandais ». Les pays non pétroliers de la zone devront veiller pour leur part à ne pas accumuler des déséquilibres macroéconomiques : certes ceux-ci seraient financés à court terme sans difficulté grâce aux pétrodollars mais ils exposeraient les économies à des ajustements difficiles sur le moyen terme. À l'inverse, un net fléchissement des prix du pétrole auraient des répercussions fortes sur la zone, notamment en termes de croissance. La politique prudente adoptée en matière d'endettement extérieur rend toutefois fort improbable la succession de passages en Club de Paris comme à la fin du second choc pétrolier.

Troisièmement, les évolutions financières internationales continueront d'avoir des répercussions sur les pays de la région. Au printemps 2006, le durcissement des conditions monétaires internationales et l'accroissement de l'aversion pour le risque se sont traduits par des retraits de capitaux de certains marchés émergents. Dans la région, la Turquie est l'économie la plus susceptible de souffrir de ces évolutions, compte tenu de ses vulnérabilités macrofinancières (déficit du compte extérieur courant de 7 % du PIB, courte maturité des titres de la dette publique). On notera toutefois que face aux secousses financières du printemps 2006, l'attitude de la Banque centrale qui a, par deux fois, remonté ses taux de 225 points de base a conforté la crédibilité d'une institution monétaire dont l'indépendance réelle était souvent mise en doute.

Russie, le retour de l'État

La Russie n'a pas été épargnée par la vague de défiance qui a touché les pays émergents au printemps 2006. La Bourse de Moscou a chuté de 14 % entre le 8 et le 14 juin (après avoir été multipliée par 8 entre 2000 et 2005). Mais le pays a aujourd'hui les moyens de résister à une crise de confiance généralisée. Il n'est plus « sur le fil du rasoir » comme il l'était dans les années 1990 : il a accumulé cinq années consécutives d'excédent courant, celui-ci atteignant 10 % du PIB en 2005. Les réserves de change se

situent à 247 milliards de dollars, soit plus de 15 mois d'importations. La robustesse de la situation financière externe s'accompagne de la poursuite de l'amélioration du risque souverain : l'excédent budgétaire est confortable (7 % du PIB en 2005 et 11,4 % pour les deux premiers mois de l'année 2006). Le fonds de stabilisation, créé en 2004 et destiné à accumuler les excédents pétroliers, atteignait 66 milliards de dollars en avril 2006 et la dette publique 12,1 % du PIB fin 2005 quand la moyenne des pays émergents se situe encore à 47 % du PIB !

Cette solidité financière s'est traduite dans le compte de capital de la balance des paiements. Deux phénomènes récents méritent à cet égard d'être relevés : le solde net des entrées de capitaux du secteur privé s'est redressé. Avant 2000, les sorties nettes pouvaient atteindre 20 milliards de dollars par an. On a observé une baisse progressive de ces flux jusqu'à l'affaire Ioukos qui a provoqué de nouvelles sorties en 2004. Fin 2005, la Banque centrale pouvait annoncer fièrement que le solde des capitaux privés était égal à zéro : il n'y a plus de sorties nettes de capitaux. Cette heureuse nouvelle, qui peut s'interpréter comme une réduction des fuites de capitaux, s'accompagne d'un développement encore plus surprenant. Entre 1994 et 2003, la Russie attirait en moyenne 3 milliards de dollars par an d'investissements directs étrangers ; en 2004 et 2005, les flux bruts étaient respectivement de 12,8 et 14,6 milliards de dollars. On est encore loin des montants chinois (60 milliards de dollars par an) ; en outre, en stock, les investissements directs représentent à peine 10 % du PIB quand ils se situent à 25 % en Pologne et 50 % au Kazakhstan. Ce reflux doit être enfin nuancé par le fait qu'une partie non négligeable de ces investissements proviennent de paradis fiscaux ; autrement dit, il s'agit de capitaux russes qui reviennent. Mais pour un pays relativement fermé et dans lequel le gouvernement rend de plus en plus difficile l'accès des non-résidents au capital des entreprises du secteur énergétique, c'est un résultat honorable.

Ces éléments favorables ne doivent pas faire oublier des évolutions plus inquiétantes s'agissant de l'économie réelle. Certes, la croissance reste forte (7 % prévus en 2006 après avoir atteint 6,4 % en 2005). Elle repose sur une consommation des ménages toujours très dynamique. Les revenus réels de la population russe ont augmenté de 80 % depuis 1999 ; les entreprises ont recyclé une partie de leurs profits en faveur des salaires. Dans les années 1990, la situation des ménages russes s'était caractérisée par des retards massifs de versement des salaires et une chute des revenus réels.

Désormais, la classe moyenne urbaine émergente est avide de consommer. Du côté de l'offre toutefois, dans un environnement de prix du pétrole record, la croissance du secteur de l'extraction a été presque atone (1,3 % en 2005). Il s'agit d'un ralentissement sévère pour ce secteur phare de l'économie, qui s'explique en partie par les perturbations liées au transfert de la principale unité de production du groupe Ioukos à l'entreprise d'État Rosneft. Il est probable que l'instabilité des droits de propriété tende à décourager les managers du secteur énergétique.

Du côté du secteur manufacturier, les nouvelles sont également préoccupantes. La production manufacturière a ralenti, de 10,5 % en 2004 à 5,7 % en 2005, tout particulièrement dans les secteurs échangeables, soumis à la concurrence des produits importés, tels que l'industrie légère, l'automobile et les machines outils. Seul le secteur agro-alimentaire a affiché un remarquable dynamisme. La croissance a été en revanche forte dans les secteurs non échangeables : construction, commerce et finance sont devenus les véritables locomotives de l'activité.

Le taux de croissance élevé du PIB masque donc des évolutions structurelles importantes : la Russie est certes une économie rentière mais elle n'est pas l'Arabie Saoudite ni l'Algérie. Elle est diversifiée et elle doit gérer l'héritage du modèle soviétique d'autosuffisance, dans lequel se côtoient des usines d'automobiles, de textile, des machines agricoles ou de matériel d'optique. Mais le secteur manufacturier s'est peu restructuré et n'est guère compétitif. Il a été affecté par l'ouverture aux produits importés dans les années 1990 et l'appréciation réelle du rouble à l'œuvre depuis 1998. Les ménages russes s'achètent de plus en plus d'automobiles... étrangères. La priorité n'est pas seulement d'enrayer le processus de spécialisation croissante dans les matières premières (et d'éviter la vulnérabilité aux chocs exogènes qu'une telle évolution engendre). C'est aussi – et avant tout dans l'esprit des autorités russes – une question d'équilibre social : les entreprises industrielles russes sont très souvent situées dans des villes-usines et elles soutiennent à bout de bras la vie économique de ces communautés urbaines.

On comprend mieux, dans ce contexte, l'importance des flux d'investissements directs. Pour la plupart des villes qui ne sont ni gazières ni pétrolières – telle Saint-Petersbourg qui s'autoproclame futur centre des usines automobiles étrangères – l'investissement étranger pourrait permettre un transfert de technologie apte à moderniser l'outil industriel. Toutefois, les flux d'investis-

sements directs, même s'ils augmentent, ne pourront pas à eux seuls répondre au défi du besoin de relance de l'investissement. Face à l'urgence de cette situation, le gouvernement russe a mis en œuvre une stratégie surprenante : l'État n'est désormais plus seulement « l'arbitre » du monde des affaires – comme l'avait défini Vladimir Poutine en 2000 – il en est désormais un acteur de premier plan. On assiste à la naissance d'un capitalisme d'État en Russie qui soulève de nombreuses questions. Cette évolution a été très commentée dans le secteur énergétique : l'État est redevenu actionnaire majoritaire dans Gazprom qui a lui-même acheté l'entreprise pétrolière Sibneft à l'oligarque Roman Abramovitch. Rosneft a récupéré la principale unité de production de feu Ioukos. En plus d'être le premier producteur de gaz du pays, l'État est devenu premier producteur de pétrole, contrôlant 35 % de la production... Mais cette expansion ne s'arrête pas là. L'État – directement ou *via* les entreprises qu'il contrôle – a renforcé sa présence dans l'entreprise d'automobile Avtovaz, dans le producteur de diamants Alrosa, dans des entreprises phares du secteur des machines outils, OMZ et Silovoye Machinie.

En apparence, ce mouvement répond à un double objectif. Dans le cas du secteur énergétique, il s'agit de mieux contrôler des entreprises stratégiques (sur les plans politiques et financiers) et de maintenir les actifs dans le giron national. Dans le cas du secteur manufacturier, le but est de soutenir des entités menacées par la concurrence internationale. Mais face au principal défi qui est celui de la relance de l'investissement – rappelons que le taux d'investissement stagne à 20 % du PIB depuis dix ans – l'État est-il l'acteur le mieux armé pour conduire efficacement une stratégie d'expansion ? En tout état de cause, ces transferts d'actifs vers des entités publiques, souvent contrôlées par de nouveaux oligarques proches du pouvoir, pourraient n'être qu'un nouvel épisode de la saga du capitalisme russe caractérisé par l'instabilité. Depuis 1991, d'incessants transferts d'actifs, où l'État a toujours joué un rôle essentiel, ont ponctué son évolution. Cette instabilité récurrente est la principale explication du faible taux d'investissement. Ainsi, les groupes industriels et financiers n'ont pas des contours identifiables et stabilisés et les agents anticipent que les droits de propriété peuvent être fréquemment ébranlés par des chocs politiques. Peut-on se lancer dans des projets d'investissement long, si la propriété des actifs peut être remise en cause ? Dès lors, ce capitalisme d'État permettra-t-il l'expansion du secteur énergétique et la remise à niveau de l'industrie manufacturière ?