

Les pays émergents dans la tourmente

De retour de missions en Asie – Chine, Corée, Inde, Japon – quels enseignements tirer ? En effet, alors que la crise financière s’approfondit et s’élargit, il apparaît de plus en plus clairement que les pays émergents d’Asie qui, au départ, semblaient pouvoir largement échapper à cette crise, ne sont plus à l’abri de la tempête. Quel bilan peut-on faire des difficultés rencontrées ainsi que des mesures prises pour y faire face dans les grandes économies asiatiques ? Que dire également de la Russie ?

1. La Russie

On peut distinguer trois étapes dans l'arrivée de la crise mondiale en Russie : i) une veillée de crise ; ii) des plans d'enraiment ; iii) un glissement vers une crise généralisée de l'économie russe qui s'observe depuis novembre 2008.

L'arrivée de la crise en Russie a été suivie, entre autres, au travers de deux indices boursiers que sont le RTS et le MICEX, le premier en dollars et quelque peu sophistiqué, le second en roubles et plus simple. Il s'agit de marchés boursiers étroits et très réactifs qui ne sont pas restés indifférents à l'effondrement boursier occidental des 21 et 22 janvier 2008, ni à l'annonce du plan Bush de 150 milliards de dollars. Toutefois, ces indices russes sont ensuite remontés pour atteindre leur plus haut historique en mai 2008 avant de retomber assez nettement, puis d'enregistrer une chute vertigineuse mi-juillet. Ce retournement des indices boursiers n'a cependant pas immédiatement entamé la confiance des banques ni dans les banques. Fin août, les dépôts des particuliers ont continué de croître ainsi que les crédits aux entreprises et aux ménages. Le 12 septembre, Poutine parle encore de la Russie comme d'un « havre de paix ». Mais s'est déjà mis en marche un mécanisme de vente d'actions servant souvent de gages à des crédits bancaires qui offraient des ratios extrêmement favorables à l'achat. Ce mécanisme a entraîné un problème important de liquidités au sein des banques.

Pour y faire face, à partir de la mi-septembre, la Russie a mis en place un certain nombre de plans d'enraiment de la crise proches de ceux des pays occidentaux, en injectant des dizaines de milliards de dollars puisés dans « l'atout de la Russie » que sont ses importantes réserves de change qui s'élevaient à plus de 500 milliards de dollars, dont 200 milliards de fonds souverains. Le 13 septembre a ainsi été mis en place un plan de 70 milliards de dollars, porté dans un deuxième temps à 120 milliards de dollars, comportant des infusions massives de liquidités dans les banques et des promesses de rachats de *Blue chips* pour 20 milliards de dollars. Ce plan a été accompagné d'un assouplissement des règles de rappel des marges et d'un début de politique de détaxation vis-à-vis des compagnies pétrolières à la fois sur leurs taux d'imposition et sur la taxe à l'exportation des produits pétroliers. Les règles étaient devenues problématiques avec la chute du prix du baril qui faisait que la taxe avait fini par absorber tous les bénéfices possibles de la part des exportateurs. Ce plan a entraîné un regain des indices boursiers jusqu'à fin septembre où le RTS a perdu la moitié en quelques jours après le plongeon du Dow Jones du 29 septembre, qui est aussi la date du rejet surprise du Plan Paulson. Alors la situation s'aggrave avec un nouveau problème à l'horizon, celui du remboursement des emprunts massifs

faits par les grandes sociétés russes auprès des institutions financières privées occidentales, qui sont de l'ordre de 460 à 480 milliards de dollars. Ces emprunts russes sur les marchés financiers internationaux doivent faire face à une première échéance de 40 milliards de dollars fin 2008. Pour aider, le gouvernement russe a ajouté 50 milliards de dollars à son plan de sauvetage qui s'alourdit et tend vers les 200 milliards de dollars.

A partir de là, on entre dans la troisième étape, celle d'un glissement vers une crise généralisée. La mesure de la mise en place des 50 milliards d'aide au refinancement des entreprises russes qui ont emprunté auprès des banques occidentales a rapidement suscité des réactions parmi les oligarques russes. Sur quels critères seront choisis les « ayant-droit » ? Cette troisième phase s'accompagne d'autres mesures d'enraiment comme une nouvelle baisse significative de la taxe à l'exportation des produits pétroliers, annoncée le 18 novembre, qui était de 39 dollars par baril exporté, soit plus que le prix export et le coût du transport. Par ailleurs, Poutine, en tant que Premier ministre, s'est engagé à faire adopter le 20 novembre une série de mesures remarquable notamment la baisse de 4% de l'impôt sur le bénéfice des entreprises en 2009 afin d'encourager leur autofinancement. Autre décision importante, le 10 novembre, la Banque centrale de Russie a laissé le rouble fluctuer plus bas que le plancher du « corridor » jusque là admis par rapport aux monnaies de références que sont le dollar et l'euro. Cette défense du rouble vise à sauvegarder une partie des réserves dont disposait le gouvernement russe. Depuis, se sont accumulés d'autres signes de crise à savoir : i) un taux du rouble qui tombe entraînant des ventes importantes ; ii) des achats de dollars par les particuliers ; les entreprises et les banques ; iii) des réserves en baisse ; iv) un prix du baril de pétrole brut qui continue à chuter ; v) un début d'annonce de cas de chômage et de licenciements avec en bout de chaîne des réductions d'emploi ; vi) des baisses d'activités en particulier dans le secteur de l'automobile ; vii) une croissance d'ensemble qui faiblit visible depuis novembre au travers d'une baisse de la consommation de l'énergie électrique ; viii) une baisse récente de la notation russe Standard & Poor's passée de BB+ à BB-.

Si le FMI et l'Institut de Vienne pour l'économie internationale ont des jugements plutôt optimistes sur la situation russe, soutenue selon eux par de bons fondamentaux, ceux de la Banque mondiale et de la Banque européenne pour la reconstruction et le développement (BERD) sont plus mitigés. Quant à Poutine, il est confiant alors que Medvedev se montre plus prudent. Ce qui est incontestable c'est l'immaturité du système bancaire russe et son incapacité à financer les investissements à long terme des entreprises. Autre caractéristique de la Russie, elle se situe en fin de peloton dans les perspectives de redémarrage étant, en tant que pays exportateur d'énergie, complètement dépendante de la reprise mondiale dans son ensemble.

2. La Chine

AGNÈS BÉNASSY-QUÉRÉ

En préambule sur la Chine, le gouvernement chinois semble vouloir s'accrocher au chiffre magique de 8% de croissance pourtant difficile à justifier. En effet, on observe aujourd'hui des exportations en baisse, un investissement en chute libre, avec toutefois une consommation plutôt robuste et difficile à expliquer alors qu'on s'attend à des licenciements et donc à une baisse des revenus. Le gouvernement a mis en place une politique de stimulation de la consommation qui n'aura pas nécessairement d'impact dans l'immédiat. Pour illustrer le modèle de croissance chinois et les problèmes auxquels la Chine est confrontée, si l'on part de l'indice 100 en 1993 et l'on regarde le PIB, l'investissement en capital et la consommation, on observe que ces trois agrégats croissent au même rythme de 1993 à 2002, et qu'à partir de 2003 il y a un décrochage de la consommation. La Chine arrive dans la crise mondiale avec un excès important de capacités de production. Or le gouvernement semble vouloir maintenir ce modèle de croissance i) en détaxant les activités exportatrices, ii) en soutenant artificiellement la demande pour les biens d'investissement et la construction. Ces mesures ne sont pas cohérentes avec l'objectif de rebasculer la croissance sur une demande stimulée par la consommation interne. Ces difficultés peuvent provenir du fait qu'en Chine les incitations des gouvernements locaux ne soient pas les mêmes que celles d'un pays capitaliste. La Chine affronte donc la crise avec un système financier qui bénéficie du fait qu'il n'est pas très développé mais avec un handicap qui est son excès de capacité.

FRANÇOISE LEMOINE

Les nouvelles qui arrivent de Chine ne sont pas bonnes et annoncent clairement une baisse de la croissance et des exportations. Ce qui se passe en Chine actuellement montre très clairement qu'il n'y a pas de découplage au plan mondial entre pays émergents et reste du monde, ni entre pays émergents asiatiques et reste du monde.

La Chine est entrain de passer d'une situation de simple ralentissement cyclique à un atterrissage brutal sous l'effet de la crise économique mondiale. En effet, depuis 2003 la Chine a connu une phase de forte accélération de sa croissance, avec un taux de croissance à deux chiffres sur la période 2007. Depuis le début 2008, elle amorçait cette phase de ralentissement qui suit généralement les phases d'accélération notamment parce que les autorités centrales chinoises commençaient à mettre en place des mesures de politiques monétaires restrictives visant à contenir l'inflation et freiner la spéculation : hausse des taux

d'intérêt, plafonnement des prêts bancaires. Les premiers effets de ces mesures se sont fait sentir début 2008 notamment dans le secteur de la construction et de l'immobilier qui avait le plus bénéficié de la croissance et dont les poids étaient passés de 5% du PIB en 1993 à 10% en 2007, en créant d'énormes surcapacités. Les politiques restrictives ont rapidement fait sentir leurs effets sur ce secteur qui s'est contracté, entraînant, compte tenu de son poids dans l'économie chinoise, des effets amont extrêmement forts : chutes de prix, mise en difficulté de nombreux secteurs d'industries lourdes jusqu'alors moteurs de la croissance chinoise (production des métaux, de l'acier et du ciment). S'est ajoutée à ceci, pendant l'été 2008, la chute des prix mondiaux des matières premières accentuant d'autant plus les difficultés des secteurs amont. Il y a donc un premier facteur de ralentissement de la croissance qui est un facteur interne.

Deuxièmement, il y a dans l'industrie manufacturière chinoise des excès de capacité et, ces derniers temps, des sources de baisse de compétitivité que sont, d'une part, le renchérissement du coût de la main-d'œuvre lié à de multiples facteurs comme l'instauration du nouveau code du travail et, d'autre part, l'appréciation du renminbi (RMB) de plus de 20% par rapport au dollar sur la période juillet 2005-juillet 2008. Donc une perte de compétitivité des secteurs intensifs en main-d'œuvre qui s'est traduite depuis le début de 1998 par le ralentissement des exportations d'une province comme le Guangdong, par exemple, qui exporte surtout des produits à forte intensité de main-d'œuvre. A tout ceci se rajoute plus récemment l'impact de la crise mondiale.

Jusqu'en septembre, voire octobre 2008, les exportations chinoises ont assez bien résisté et ont même enregistré une augmentation de plus de 20% en valeur, et de plus de 13% en volume. Ce ralentissement s'est transformé très récemment en un effondrement puisque, d'après les derniers chiffres, les exportations ont baissé de 2% en valeur en novembre 2008.

Jusqu'en octobre, le ralentissement économique était essentiellement d'origine interne. Depuis, il se conjugue avec l'impact de la crise mondiale et on a la conjonction de deux phénomènes : un ralentissement cyclique, et un choc externe extrêmement violent parce que l'industrie exportatrice chinoise a une place relativement importante au sein de la production industrielle. On estime que 20% à 30% de la production industrielle est exportée. Ce secteur exportateur contribue à environ 20% de l'investissement. Aussi, les effets en chaîne de la baisse des exportations sont potentiellement très importants.

Face à cela, depuis l'été 2008, les autorités chinoises ont pris de nombreuses mesures en injectant 4000 milliards de RMB soit 586 milliards d'euros à dépenser sur la période 2009-2010, soit 8% du PIB. Cependant, il y a des doutes sérieux sur l'ampleur de la relance dans la mesure où un bon nombre des

mesures incluses dans ce paquet de relance étaient déjà programmées dans le plan quinquennal. Ce plan de relance va-t-il accélérer leurs mises en œuvre, remettre à l'ordre du jour des projets en voie d'abandon ? Donc il ne s'agit pas véritablement de 8% du PIB de mesures véritablement nouvelles et l'ampleur du paquet de relance est difficile à mesurer précisément. D'autre part, comment ce plan de relance va-t-il être financé ? Sur les 4000 milliards de RMB de relance globale, environ 30% doit être financé sur le budget de l'Etat par le gouvernement central. La question qui se pose porte sur le financement des 70% restants sachant bien sûr que les autorités locales sont prêtes à mettre en œuvre ces mesures de relances et font des projets, mais elles disposent de peu de recettes propres, et les gouvernements provinciaux sont pour beaucoup dans une situation financière difficile et n'ont pas le droit de s'endetter auprès des banques même si elles le font officieusement. Aussi, les projets de relance mis en avant par les gouvernements locaux supposent un financement des autorités centrales. Le gouvernement chinois étant très peu endetté, on peut concevoir que les banques financent une partie des plans de relance en achetant des bons du trésor puisque leur situation financière est saine et qu'elles sont peu endettées.

Les prévisions des économistes rencontrés sur place se situent autour de 7,5% de croissance pour 2009, soit un très net ralentissement par rapport à 2007 où la croissance était à 11,9% avec une estimation de 9% pour 2008. La Banque mondiale estime que la contribution nette des exportations va être négative, de l'ordre de moins 2 points de PIB en 2009, alors qu'elle était de l'ordre de 2,5% de PIB en 2007. L'économiste Stephan Greene de la Chartered Bank (Shanghai) estime que l'ensemble du paquet fiscal, c'est-à-dire la contribution des dépenses publiques nettes à la fois en termes de consommation et de capital pour relancer la croissance, va être de l'ordre de 2,8 points de PIB en 2009, et qu'il ne semble pas déraisonnable d'arriver à une croissance économique de l'ordre de 7,5 points de croissance pour cette même année si on fait confiance aux autorités chinoises pour stimuler la croissance par des dépenses fiscales notamment en investissements d'infrastructure (routes, ponts) et en dépenses de développement de la couverture sociale (éducation, santé), ces dernières étant plus longues à mettre en œuvre.

Ce qui ressort nettement tout d'abord c'est qu'en 2009 la relance, si elle a lieu, se fera par le secteur public et l'investissement public, loin de produire un rééquilibrage de la croissance chinoise au profit de la consommation. L'impact de la crise et les mesures de relance vont accentuer le déséquilibre de la croissance au profit de l'investissement, le seul moteur qui peut tirer la croissance à court terme, du moins en 2009. La deuxième conséquence est que la relance par la consommation ne pourra intervenir que plus tard, éventuellement sur la période 2010-2012. Autre point important c'est que ce ralentissement de la croissance va se faire au détriment du secteur privé qui va souffrir de la baisse des expor-

tations, et dans une certaine mesure du ralentissement de la consommation. Le secteur privé s'est développé dans une phase de surchauffe qui a engendré une prolifération de petites entreprises privées dans des secteurs comme le secteur de la sidérurgie¹. Cette crise va aussi avoir un effet d'assainissement. De nombreux investissements faits par des entreprises privées sont en surcapacité, ils n'étaient pas rentables et n'avaient pas la taille adéquate. Donc globalement, le choc va affecter le secteur privé alors que les entreprises publiques ont bénéficié de la grande phase de restructuration suite à la crise de 1997-1998. L'année 2009 va être une année de transition qui ne va pas contribuer à résoudre le problème du déséquilibre de la croissance chinoise.

MICHEL FOUQUIN

3. La Corée et le Japon

Que dire de ces deux autres pays asiatiques que sont la Corée et le Japon, même si ce dernier ne fait pas partie des économies émergentes. En effet, le Japon doit être pris en considération si on veut comprendre ce qui se passe en Asie.

Tout début décembre 2008, l'économiste du Samsung Research Institute en charge des prévisions macroéconomiques pour la Corée du sud était effondré à l'annonce que les exportations coréennes avaient baissé de 20% en rythme annuel. Une chute inattendue qui remettait en cause toutes ses prévisions, et d'ajouter que ce constat d'un effondrement des exportations était le même pour un certain nombre de pays d'Asie, notamment Taiwan qui a vu ses exportations vers la Chine chuter d'environ 50% en valeur en novembre 2008. Avec ce choc du mois de novembre, on a soudainement l'impression que l'économie chinoise se rétracte et que tout ce qui est autour en subit violemment les conséquences. On est dans une phase de chute particulièrement risquée pour faire des prévisions.

Deux ou trois remarques pour situer l'environnement et les conditions dans lesquelles la Corée du sud et le Japon abordent cette crise. Sur le plan financier, il n'y avait pas grand-chose à dire. La Corée après la grave crise financière de 1997-1998 avait depuis réduit le taux d'endettement de ses grands groupes de 400% à 100%. Aujourd'hui, les grandes entreprises coréennes sont financièrement saines, l'endettement public coréen est un des plus faibles de l'OCDE, avec un stock de la dette d'environ 33% du PIB. Ensuite, les banques coréennes sont très peu présentes à l'international ce qui les mettait à l'abri des mauvaises

¹ Dans certaines provinces, les fermiers qui faisaient de l'élevage de canard, suite à la grippe aviaire se sont reconvertis dans la production d'acier profitant du boom de la demande et de l'explosion des prix. Ils se trouvent aujourd'hui confrontés à une nouvelle crise.

surprises. Et pourtant comme ailleurs la crise mondiale se fait sentir en Corée et au Japon, ceci par trois voies.

La première c'est le retrait massif des investisseurs internationaux qui avaient pris des positions sur le marché coréen. Il n'y a pas vraiment de fuite des capitaux, ce n'est pas un manque de confiance à l'égard de la Corée, c'est simplement que les *hedge funds* et autres organismes chargés d'investir en Corée ont désespérément besoin de récupérer leurs avoirs ce qui a entraîné l'effondrement de la bourse de Séoul pour plus de 50%. Le même phénomène, une chute de la bourse, s'est produit au Japon mettant les banques japonaises en difficulté. La chute de la valeur de leurs portefeuilles d'actions qui tiennent une place très importante dans leurs fonds propres les contraint à réduire leur activité de crédit. En Corée comme au Japon ce sont surtout les PME qui sont touchées par la raréfaction du crédit.

Le deuxième vecteur va être l'inquiétude des ménages qui se répand très vite. Au Japon cela a été particulièrement violent, la consommation des ménages a baissé en niveau absolu, c'est-à-dire que le Japon est entré en récession dès le deuxième trimestre 2008. On prévoit des troisième et quatrième trimestres également négatifs ainsi que l'année 2009. En Corée le niveau d'endettement des ménages est très élevé suite à la politique gouvernementale encourageant leur endettement au début des années 2000. Ils doivent donc eux aussi réduire leur niveau de dette ce qui est mauvais pour la consommation.

Enfin Corée et Japon sont des économies fortement dépendantes des échanges internationaux.

Dans le cas du Japon, l'explication de la première partie de la récession vient du choc brutal sur les termes de l'échange enregistré durant la première partie de l'année 2008, alors que les prix des matières premières avaient explosé et que les prix des exportations japonaises étaient assez faibles. La deuxième partie de la récession vient du fait que les marchés à l'exportation entrent en récession. Les marchés à l'exportation, notamment chinois et américains ainsi que ceux du reste de la zone, qui avaient tiré la croissance du Japon et de la Corée pendant toutes ces années se contractent. C'est le troisième élément qui explique cette situation.

Paradoxalement, les deux pays ne réagissent pas de la même façon face à la crise, notamment pour ce qui concerne le change. Le won coréen dans une économie fragilisée aux exportations a perdu plus de 30% de sa valeur depuis le début 2008 par rapport au dollar alors que le yen s'apprécie très fortement. On a à faire à des phénomènes particuliers. Les investisseurs internationaux empruntaient en yens (Carry Trade in yens) massivement avec des taux d'intérêt très faibles pour les changer en dollars et aller ensuite prêter ces dollars et

bénéficier ainsi de taux d'intérêt élevés. Ces achats de dollars maintenaient une parité du yen basse. Le jour où le besoin de récupérer le maximum de liquidités a conduit les investisseurs à liquider leurs positions, on a vu un mouvement d'appréciation du yen tout à fait considérable. En Corée, on a une réaction plus traditionnelle qui est qu'en période de difficultés les parités baissent. Par rapport à cette divergence on voit bien que cette situation va poser des problèmes. L'effondrement en termes réels des marchés mondiaux, plus la montée du yen, font que le Japon a perdu beaucoup de sa compétitivité à tel point que le Japon a enregistré un déficit de sa balance commerciale fin 2008. Certes les grands groupes japonais sont mondialisés et échappent à cette contrainte mais en Corée comme au Japon le point faible de l'économie réside dans les petites et moyennes entreprises. Les grands groupes d'une manière générale vont surmonter la crise, ayant des liquidités et peu de dettes. On prévoit même dans le cas de la Corée un renforcement des *chaebols*, le système des grands groupes qui tirent l'économie coréenne. Au Japon, c'est moins évident.

Un mot sur le plan de relance. Celui de la Corée est extrêmement ambitieux étant presque aussi important que celui de la Chine, ce qui paraît plausible. En effet, la dette publique étant faible, le gouvernement dispose de marges de manœuvre pour relancer son économie, 50% en déduction fiscale, et 50% en dépenses publiques supplémentaires. On retrouve les infrastructures comme partout ailleurs. Donc les Coréens ont la possibilité de relancer leur économie et vont le faire de manière assez massive, sans compter que le président de la Corée est un ancien de chez Hyundai avec un sens très développé pour la défense de l'industrie.

Au Japon, on est dans une situation très différente. Les taux d'endettement du Japon représentent 180% du PIB, un montant très élevé même si le service de la dette est raisonnable du fait de la faiblesse des taux d'intérêt qui devrait perdurer. Par ailleurs, la situation politique du Japon est délicate avec la succession de trois Premiers ministres dont deux ont échoué, et les chances de réussite de l'actuel paraissent faibles. La crédibilité politique est faible et les plans de relance sont régulièrement rejetés par le sénat japonais qui souhaite un changement de majorité au Japon. La politique de relance au Japon est donc très incertaine.

JEAN-JOSEPH BOILLOT¹

4. L'Inde

L'Inde oscille aujourd'hui, dans un contexte de turbulence mondiale et après les attentats de Bombay, entre cette *Indian Story*, une Inde qui va continuer à attirer

1 Voir aussi du même auteur : les dures réalités du rattrapage, Banque Stratégie N° 265, décembre 2008

les capitaux et les services *offshore* du monde entier, et une crise qui viendrait uniquement de l'étranger. Depuis un an les évolutions endogènes amenaient à penser que le PIB indien allait descendre à environ 5% en 2009, mais l'impact de la crise est plus important que ce que l'on anticipait même si l'Inde affiche clairement un déni de crise qui inaugure mal des évolutions futures.

Encore récemment, l'Inde affichait la plus forte croissance qu'elle n'ait jamais connue, soit plus de 9% en moyenne sur trois ans. Serait-elle corrélée au cycle global de l'économie mondiale ou y a-t-il eu ces dernières années un réel changement dans son évolution ? La corrélation avec l'essor de la Chine ressort assez nettement. Ces deux puissances sont entrées graduellement depuis les années 1980 dans un phénomène de couplage avec l'économie mondiale. *Trend* ou surchauffe, de nombreux travaux comme ceux du CEPII et de l'ICRIER, montrent qu'avec un taux de croissance de 9% l'Inde était nettement au-dessus de son potentiel estimé plutôt à 6%. Aussi, d'où vient cette surcroissance de 3 points ? L'explication de l'exubérance du cycle indien est très largement fournie par les données du bas de la balance des paiements. On estime ainsi à 10% du PIB indien l'ampleur des entrées de capitaux en 2007. En effet, dans un contexte de surliquidités mondiales, les banques des pays occidentaux ont prêté des milliards de dollars aux grands groupes indiens depuis 2004, prêts OTC souvent (*over the counter*), à l'exemple des 2 milliards de dollars accordés au groupe Tata pour le rachat de Corus. Aujourd'hui, ces banques souhaitent le remboursement des prêts, au moins à échéance, alors que les entreprises indiennes ne sont plus du tout dans une situation financière confortable comme le montre le groupe Tata lui-même. Cet élément de surchauffe explique l'ampleur du retournement de l'économie indienne et les pressions inflationnistes estimées pour 2008 à environ une moyenne de 8%. Outre les pressions inflationnistes globales, des facteurs domestiques ont également été à l'œuvre dans la surchauffe et notamment la pénurie d'infrastructures et les déficiences dans le système éducatif alors que le moteur des exportations faisait appel massivement aux cols blancs dans le secteur des technologies de l'information. Les salaires des jeunes professionnels ont augmenté à plus de 15% par an sur la période 2004-2005 créant une forte pression inflationniste sur le reste de l'économie moderne et alimentant une bulle sur le marché immobilier et des biens durables comme l'automobile.

4.1. Retournement du cycle

Dans les prévisions initiales, le pic de croissance de 9% en 2007-2008 était suivi d'une retombée pouvant aller jusqu'à 4% en cas de mauvaise mousson, avec une reprise endogène de l'économie à partir de 2010-2011. Ceci était cohérent avec le *business cycle* indien. A titre d'exemple, sur la période 1995-2004, on a eu en 1996 un pic de croissance suivi d'un retournement du cycle qui avait rejoint le point bas de 4%. Les *business cycles* indiens sont des cycles longs.

Parmi les fondamentaux en Inde, figurent l'impotence administrative et la contrainte fiscale. Le déficit total consolidé de l'état central, des états et des entreprises publiques dépasse 10% du PIB et la dette publique cumulée incluant les dettes « hors bilan » fait à peu près 100% du PIB. Un tel déficit pour un pays en développement qui n'a pas plus de 15% du PIB en recettes fiscales est un véritable problème. Dans le contexte d'un système bancaire essentiellement public, tout prélèvement public supplémentaire conduit à un effet d'éviction (*crowding out effect*) sur le secteur privé. C'est ce qu'on est en train de vivre depuis le retournement brutal de la situation économique.

Celui-ci s'est manifesté d'abord sur le marché boursier avec un indice du Sensex perdant 60% en quelques mois, dont un véritable décrochement après la faillite de Lehman Brothers. Puis la contagion a gagné l'économie réelle en déprimant encore plus que prévu le retournement de la production industrielle observée depuis juin 2007.

En dépit de ce retournement de cycle, des institutions financières comme Goldman Sachs avaient en effet vendu l'idée du découplage de l'Inde lors des premiers soubresauts liés à la crise américaine des *subprimes*. De sorte que les flux de capitaux étrangers se sont en fait accélérés vers les pays émergents et en particulier l'Inde, conduisant au pic boursier de janvier 2008. Il a suffi que la crise financière s'aggrave en occident pour que la pyramide s'effondre. En janvier 2008, l'indice boursier était monté au-dessus des 21000 points alors que la valeur intrinsèque du Sensex est plutôt de l'ordre de 8000.

4.2. L'impact de la crise

L'impact de la crise se traduit tout d'abord sur le plan financier, où l'on observe une inversion complète des flux de capitaux externes avec l'arrêt total des entrées. En quelques semaines, les réserves de change ont ainsi chuté de 50 milliards de dollars (sur 300 Mds au départ). C'est donc la sphère financière externe qui entre en jeu.

Un deuxième phénomène est le resserrement du crédit interne, ou *credit crunch*. Les entrées de capitaux se sont en effet traduites par un emballement du crédit domestique, de l'ordre de +40% de croissance par an, qui a créé un endettement important des ménages vis-à-vis des secteurs porteurs de l'économie comme l'automobile et l'immobilier, même si la Banque centrale (RBI) avait commencé à le freiner en 2007.

Troisième étape, c'est la crise de l'économie réelle. Brutalement en octobre 2008, la croissance des exportations chute brusquement et passe de +25% à -12%. Outre la baisse de la demande des marchés développés comme ceux des Etats-Unis pour le textile-habillement, ceci est aussi en partie le reflet que la

Chine exporte la crise. Elle a encore augmenté son excédent soit en comprimant ses importations des pays en développement soit en stimulant ses exportations sur ces marchés comme en témoignent les importations sidérurgiques indiennes en provenance de Chine qui « massacrent » les entreprises indiennes du secteur. L'Inde a donc désormais « endogénéisé » l'impact du choc. Aujourd'hui, les autorités indiennes affirment avoir une politique économique « stimulative » sur le plan budgétaire et accommodante sur le plan monétaire, mais cela ne restaure pas la confiance des consommateurs, des banques et des entreprises qui ont brutalement déstocké et mis en attente leurs projets d'investissement.

4.3. Les scénarios à court terme

Un premier scénario n'exclut pas pour l'Inde une crise des paiements en 2009. En effet, dès lors que l'économie réelle est affectée avec des indices proches de ceux de la crise de 1929 comme le montrent les ventes de voitures qui ont chuté de 20% à jusqu'à 80% chez certains producteurs. En l'absence pour l'instant d'une véritable stimulation de la demande interne en Inde, les agents micro-économiques appliquent *de facto* des politiques pre-keynésiennes de type réduction immédiate des stocks et des coûts et notamment par licenciement de millions de salariés au statut précaire (98% de la force de travail en Inde ressort du secteur « inorganisé »).

On note dès lors un *free fall* de la consommation des ménages. Par exemple, les ventes du numéro deux des motos (Bajaj) ont chuté en novembre de 57% sur le marché domestique. *Free fall* auquel s'ajoute désormais un risque de surendettement des ménages et des entreprises qui s'étaient laissé emporter par l'abondance de crédits ces trois dernières années.

Sur le plan externe, 2009 sera une année extrêmement sensible pour l'Inde. Outre le creusement rapide du déficit commercial, c'est aussi le début de la période de remboursement des crédits extérieurs octroyés en 2004 pour une durée de 4 à 5 ans par les banques étrangères aux grands groupes indiens, de type *blue chips*. Il y aura très probablement un tirage important sur les réserves de change. Estimées à 250 milliards de dollars fin 2008, on peut considérer qu'en dessous d'un seuil de 150 milliards de dollars, l'Inde pourrait avoir un problème de solvabilité. D'autant que la politique de change suivie est celle d'une baisse de la roupie pour maintenir la compétitivité des exportations. Il suffit alors d'une très mauvaise mousson et de tensions politiques externes (Pakistan) ou interne (élections générales au premier semestre) pour que l'Inde n'ait d'autre solution que de se tourner vers le FMI d'une façon plus ou moins déguisée.

Un deuxième scénario plus rose serait pour l'Inde de pouvoir s'appuyer sur le redémarrage de l'économie mondiale en 2009 ce qui suppose : un ralentissement de la chute de l'activité économique dans les économies développées,

une politique de relance efficace en Chine et une baisse de la pression sur les exportateurs indiens.

4.4. Conclusion

On ne peut pas dire que l'on soit indifférent à ce qui va se produire en Inde, un relais important de la croissance mondiale avec plus d'un milliard d'habitants. Actuellement tous les indicateurs sont en berne : consommation, investissement, exportations et politique budgétaire, et les occidentaux doivent réfléchir à ce qu'il convient de faire.

En fait, on constate aujourd'hui que la Chine et l'Inde sont en train de reproduire l'environnement de la crise de 1929. L'Inde n'ayant pas de ressources internes véritablement solides pour relancer son économie risque i) de faire une dévaluation compétitive en laissant sa monnaie se déprécier et ii) de faire du protectionnisme en augmentant ses taxes sur ses importations en provenance de Chine.

Au-delà, la question est de savoir ce que l'on fait avec ce grand émergent sachant que 12 millions de jeunes Indiens arrivent chaque année sur le marché du travail. Avec une croissance qui oscille entre 0 et 3% et une crise de la balance des paiements, ce n'est pas 10 millions d'emplois qui vont se créer mais 3 millions qui disparaîtront. On a là une énorme perte d'externalités pour l'économie mondiale avec toute une force de travail non utilisée. Les chiffres sont de 100 millions pour l'ensemble des économies en développement. Sans compter l'impasse environnementale dans laquelle on était et qui risque fort de perdurer dans les prochaines années si on ne s'interroge pas sur une relance « par » les émergents, ou au moins « avec » les émergents.

