

# Facteurs expliquant le ralentissement de la croissance dans les économies émergentes

K. Buysse  
E. Vincent

## Introduction

Au cours de la décennie écoulée, les économies émergentes ont traversé une période de croissance impressionnante. Dès lors, leur part dans le PIB mondial (exprimé en parité de pouvoir d'achat (PPA)) est passée de 32 % en 2000 à 44 % en 2014, tandis que celle des économies avancées est dans le même temps revenue de 59 à 46 %. Parallèlement, l'influence unidirectionnelle des économies avancées s'est peu à peu amenuisée, ce qui pourrait signifier que l'interdépendance entre les marchés émergents et les économies avancées est de plus en plus bidirectionnelle (Buelens, 2013). Les lourdes pertes sur les marchés boursiers des économies avancées constatées à la mi-août, sur fond de doutes quant à la solidité de l'économie chinoise, apportent une preuve supplémentaire de la nature évolutive de cette interdépendance.

Ces dernières années toutefois, la croissance observée sur les marchés émergents s'est, en moyenne, considérablement essoufflée, et elle devrait par ailleurs demeurer atone à l'avenir. Si des facteurs cycliques – en ce compris, notamment, le resserrement des conditions financières externes et la faiblesse de la demande mondiale – jouent un rôle dans ce processus, une partie du ralentissement semble refléter une diminution de la croissance potentielle, ce qui est en fait un élément de nature plus permanente. Comme les marchés émergents représentent désormais une proportion plus importante de l'économie mondiale, un tassement plus durable aura des conséquences plus graves que dans le passé. D'aucuns avancent que cela pourrait même contribuer à ouvrir une période,

baptisée « *new mediocre* », caractérisée par des taux de croissance modérés pour l'ensemble de l'économie de la planète.

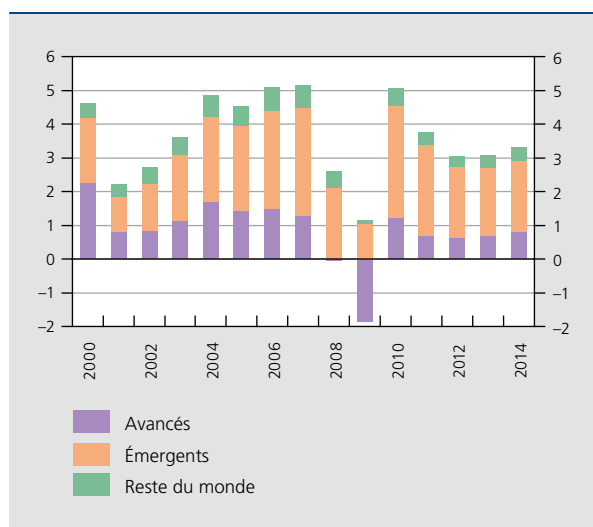
La finalité du présent article est de mettre en évidence plusieurs facteurs structurels qui peuvent expliquer à la fois le ralentissement synchronisé des marchés émergents et les prévisions de croissance plus modestes. Ces facteurs ne sont pas identiques pour toutes les régions, mais ils opèrent simultanément. Après un bref aperçu de certains faits stylisés concernant les performances passées de la croissance dans les marchés émergents et leurs retombées sur le reste du monde, l'article s'intéresse au rééquilibrage de la croissance en Chine, qui constitue la première économie des pays émergents en termes de taille et dont la croissance a été la plus rapide au cours des dernières décennies. La perte de vitesse progressive, depuis 2011, du taux de croissance exceptionnel qu'elle affichait a d'ores et déjà une incidence notable tant sur les autres marchés émergents que sur les économies avancées. Ainsi, la récente chute des prix des matières premières, abordée dans la troisième partie, trouve son origine dans les développements en Chine, devenue l'un des plus gros consommateurs mondiaux de métaux et de pétrole. La quatrième partie examine les répercussions du gonflement excessif de l'endettement du secteur privé en Europe centrale et orientale à l'approche de la crise. Nonobstant les spécificités de la phase d'expansion et de récession du cycle du crédit dans cette région, les économies de marché émergentes d'autres régions pourraient à l'avenir être confrontées à des défis analogues étant donné que le niveau de leur dette a continué

de grimper pendant les dernières années. La cinquième partie est consacrée aux tendances des chaînes de valeur mondiales, dont l'allongement semble avoir pris fin, contribuant ainsi à une décélération de la progression du commerce par rapport à celle du PIB. L'article se poursuit par une analyse de deux facteurs susceptibles de jouer un plus grand rôle à moyen terme, à savoir le piège au revenu intermédiaire – une période prolongée de faible croissance succédant à une période de forte croissance, attribuable en grande partie à un relâchement de la hausse de la productivité – et la disparition graduelle du dividende démographique dans certains pays émergents. L'article se clôt sur les conclusions qui peuvent être tirées.

## 1. Quelques faits stylisés

En raison de leurs taux de croissance substantiels au cours de la dernière décennie, les marchés émergents ont vu leur part dans l'économie mondiale gonfler de plus de 10 points de pourcentage depuis l'an 2000. Durant de nombreuses années, ces marchés ont par ailleurs apporté la plus large contribution à la croissance mondiale (cf. graphique 1). Au plus fort de leur impressionnante trajectoire de croissance, en 2007 et en 2010, les marchés émergents ont affiché une contribution à la croissance mondiale de quelque 3,3 points de pourcentage, soit 2 points de pourcentage au-delà de celle des économies avancées. Les surperformances des marchés émergents par rapport aux économies avancées ont été particulièrement remarquables dans le sillage de la crise. Le

**GRAPHIQUE 1** CONTRIBUTION DES ÉCONOMIES ÉMERGENTES À LA CROISSANCE MONDIALE  
(points de pourcentage)



Source : FMI.

gouvernement chinois a mis en œuvre un programme de relance budgétaire et monétaire d'une ampleur sans précédent, ce qui a d'ailleurs fait grimper les prix des matières premières. Combiné à des politiques macroéconomiques accommodantes dans de nombreuses autres économies émergentes et à des liquidités abondantes à l'échelle planétaire, ce facteur a occasionné un redressement spectaculaire de la croissance dans les pays émergents. Leur sursaut rapide au lendemain de la crise financière mondiale a induit l'impression par trop optimiste que les marchés émergents étaient en train de se « découpler<sup>(1)</sup> » des économies avancées.

Depuis 2011, cependant, l'activité sur les marchés émergents s'est peu à peu ralentie. Le tournant semble avoir été la décision du gouvernement chinois d'alléger son programme de relance au vu des signes de vulnérabilités naissantes qui se manifestaient à un moment où la demande au sein des économies avancées ne s'était pas encore rétablie. Ainsi, contrairement à ce qui avait été le cas lors des épisodes précédents, cet essoufflement ne semble pas avoir été déclenché par un ou plusieurs événements de crise spécifiques, comme pendant la crise asiatique en 1998, la crise « dotcom » en 2001, ou encore la crise financière mondiale en 2007. En outre, le ralentissement actuel se caractérise par sa progressivité et par son haut degré de synchronie, frappant à peu près tous les marchés émergents simultanément (cf. graphique 2). Comme, outre des éléments plus cycliques, des facteurs structurels jouent également un rôle, la croissance devrait rester plus modérée à moyen terme. Ces perspectives sont associées à des révisions à la baisse des estimations de croissance potentielle. Ainsi, le FMI (2015d) a estimé que la croissance potentielle dans les six principaux pays émergents (Brésil, Chine, Inde, Russie, Turquie et Mexique) était en moyenne revenue de 7,5 % en 2006-2007 à 5,5 % en 2013-2014.

Compte tenu de la part grandissante des marchés émergents au sein de l'économie mondiale au cours de la dernière décennie, un essoufflement persistant de la croissance sur ces marchés émergents pourrait avoir de lourdes conséquences pour le reste du monde. Si le ralentissement de la croissance s'avérait circonscrit à quelques marchés émergents plus vulnérables, l'incidence sur la croissance mondiale resterait probablement contenue, alors qu'un tassement plus généralisé, du type de celui que nous observons actuellement, devrait avoir un impact plus substantiel.

(1) Cf. par exemple FMI (2012) « Résilience des pays émergents et des pays en développement : une tendance durable? », *Perspectives de l'économie mondiale*, chapitre 4 et Asian Developing Bank (2007), « Uncoupling Asia: Myth and reality », *Asian Development Outlook*.

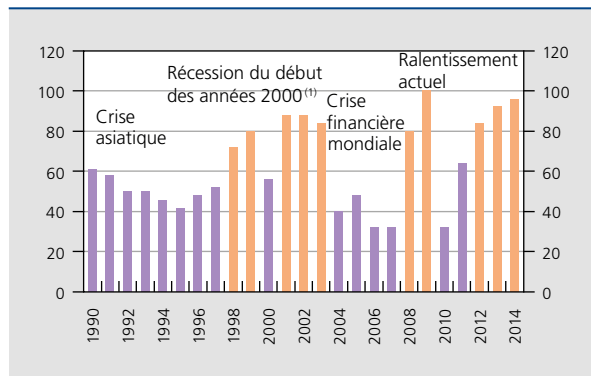
Tant le FMI que l'OCDE ont examiné l'effet qu'aurait sur les pays avancés un repli donné dans les économies émergentes. Selon une analyse du FMI réalisée en 2014, un choc de croissance de 1 % dans les marchés émergents comprimerait la croissance des économies avancées de 0,2 point de pourcentage sur un an. Une étude menée par l'OCDE (2014) a posé le constat selon lequel chaque ralentissement de la croissance hors OCDE de 2 points de pourcentage influencerait défavorablement la croissance dans les pays à revenu élevé (constitués d'une sélection de pays de l'OCDE) d'environ 2/3 de point de pourcentage en moyenne.

L'évolution de la Chine, l'un des principaux moteurs de croissance parmi les marchés émergents durant la dernière décennie, a une incidence particulièrement significative sur les économies, tant émergentes qu'avancées. Les effets du rééquilibrage de l'économie chinoise vers une croissance plus lente mais plus durable se font en effet d'ores et déjà sentir, avec des répercussions néfastes sur la croissance de ses principaux partenaires commerciaux et sur les marchés des matières premières.

Un ralentissement sur les marchés émergents est appelé à peser sur d'autres économies par différents canaux. L'intégration du commerce mondial s'est approfondie et constitue ainsi un premier canal par lequel passent des retombées importantes. La faiblesse actuelle du commerce mondial est dans une large mesure le résultat de l'essoufflement observé sur les marchés émergents, et notamment du recul de la demande en provenance de la Chine. Une analyse réalisée par l'OCDE montre que, pour

### GRAPHIQUE 2 RALENTISSEMENT SYNCHRONISÉ DANS LES ÉCONOMIES ÉMERGENTES

(pourcentage des économies émergentes enregistrant un ralentissement de la croissance du PIB réel)



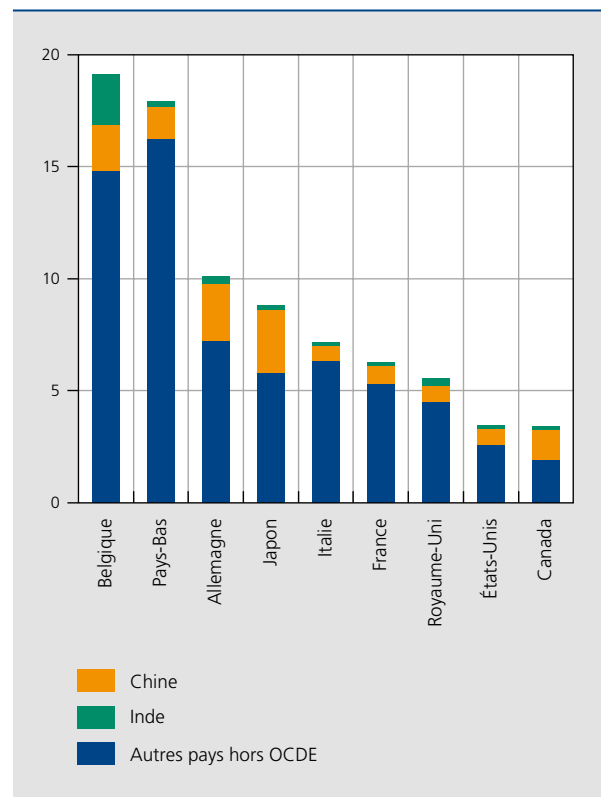
Source : IMF Spillover report (2014).

Les colonnes orange indiquent que plus de 70 % des pays de l'échantillon ont vu leur croissance ralentir.

(1) Comprend la bulle « dotcom », les attentats du 11 septembre, et les crises en Argentine, au Brésil et en Turquie.

### GRAPHIQUE 3 EXPOSITION COMMERCIALE D'UNE SÉLECTION DE PAYS DE L'OCDE AUX PAYS HORS OCDE

(exportations brutes en pourcentage du PIB, 2013)



Source : OCDE.

la plupart des pays à revenu élevé, les exportations brutes vers les marchés émergents individuels représentent moins de 2 % du PIB. Cependant, les exportations brutes vers l'ensemble des économies hors OCDE équivalent à presque 20 % du PIB pour certains pays à revenu élevé ouverts tels que la Belgique ou les Pays-Bas, et 7 à 10 % pour des fabricants-exportateurs comme l'Allemagne, l'Italie ou le Japon.

Par ailleurs, les marchés émergents, désormais de loin les plus gros consommateurs de matières premières, peuvent exercer une influence significative sur les prix des produits de base. L'essoufflement observé actuellement sur les marchés émergents sous-tend partiellement la forte baisse des prix des matières premières observée depuis la mi-2014, avec des répercussions différentes sur les importateurs et sur les exportateurs. En outre, l'importance du canal financier reste limitée, bien que, par le jeu des effets de confiance, les turbulences financières sur les marchés émergents puissent également renforcer l'aversion au risque des investisseurs et, partant, comprimer les prix des actifs dans les pays à revenu élevé.

## 2. Rééquilibrage en Chine

Depuis 2011, la croissance chinoise s'est infléchi. La présente partie examine les facteurs à l'origine de ce repli ainsi que leurs retombées sur d'autres économies.

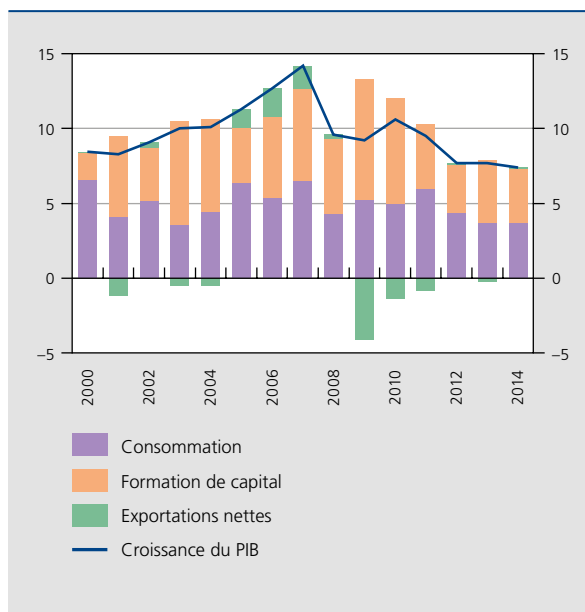
L'impressionnant développement économique de la Chine au cours des trois dernières décennies en a fait la deuxième économie mondiale, juste derrière les États-Unis. C'est en s'appuyant sur les exportations et les investissements dans l'industrie que le pays a stimulé sa croissance, qui s'est, jusqu'à récemment, établie aux alentours de 10 % par an pendant près de 30 ans. Cependant, les doutes quant à la soutenabilité de ce modèle de croissance reposant sur la production et sur les exportations se sont accentués au fil du temps, à mesure que l'aggravation des déséquilibres économiques montrait les limites de cette stratégie de croissance, au rang desquelles figurent, notamment, la part très élevée dans le PIB d'investissements de plus en plus inefficaces, au détriment de la consommation, le recours à des entreprises d'État face à un secteur privé étriqué, le relatif sous-développement du secteur des services (en particulier en matière de soins de santé et de services sociaux, financiers et aux entreprises), le contrôle rapproché exercé sur le secteur financier, l'inégalité grandissante des revenus, la structure économique énergivore et la pression toujours plus vive sur les ressources naturelles.

En dépit d'un regain d'incertitudes, la Chine a maintenu une stratégie axée sur les investissements, qu'elle a même renforcée par une politique d'expansion budgétaire et monétaire massive à l'issue de la crise financière mondiale, afin d'éviter une brutale décélération de la croissance sur fond d'effondrement des marchés à l'exportation. Ces mesures de relance ont été mises en œuvre par l'intermédiaire des gouvernements locaux et d'un secteur bancaire essentiellement détenu par l'État, induisant une expansion rapide des investissements, principalement dans les infrastructures et l'immobilier, sous l'effet d'une forte progression du crédit. Le programme a été revu au fil des années, en raison de ses effets indésirables (bulle sur le marché de l'immobilier, alourdissement de l'endettement des pouvoirs publics locaux et des entreprises et émergence soudaine d'un secteur bancaire parallèle très majoritairement incontrôlé), qui ont exacerbé les déséquilibres et les vulnérabilités associés au modèle de croissance précédent.

À la suite de ces développements, un consensus s'est dégagé entre les principaux responsables gouvernementaux chinois et les organisations internationales sur la nécessité

(1) Le troisième plénum est la troisième session plénière du Comité central du parti communiste chinois, organisée selon un cycle quinquennal correspondant au mandat des membres du Comité central. Cette réunion est importante puisque les dirigeants y présentent leur programme de réformes politiques et économiques pour les cinq années à venir.

**GRAPHIQUE 4** DÉCOMPOSITION DE LA CROISSANCE DU PIB  
(points de pourcentage, sauf mention contraire)



Source : CEIC.

d'évoluer vers une croissance plus modérée mais plus équilibrée. S'attendant à cet objectif, la Chine a entrepris une réforme exhaustive qu'elle avait présentée lors de la troisième session plénière<sup>(1)</sup> et qui ambitionnait de mettre en place un nouveau modèle de croissance, en vertu duquel les secteurs des services, les entreprises innovantes, le développement des infrastructures et l'économie verte constitueront les principaux moteurs de la croissance. L'indispensable réaffectation des ressources qui en découlera s'opérera en s'appuyant davantage sur les marchés, y compris en attribuant un rôle plus important aux acteurs économiques dans la détermination des prix, l'élimination des obstacles à la pénétration de nombreux secteurs et l'établissement de conditions de concurrence égales pour les opérateurs non étatiques. Une attention soutenue sera par ailleurs accordée à l'amélioration de la sécurité sociale afin de stimuler la consommation et de conserver la paix sociale.

Le bilan des progrès réalisés en matière de rééquilibrage de l'économie s'établit à ce stade en demi-teintes. L'économie est en perte de vitesse depuis 2011, en raison, principalement, du recul du taux de croissance des investissements, tandis que la consommation parvient au mieux à se maintenir. Quelque 80 % de l'ensemble des investissements proviennent de trois grands secteurs : l'immobilier (un quart), les infrastructures (un quart) et le secteur manufacturier (un tiers). Chacun de ces secteurs

présente des signes de ralentissement, sous l'effet des mesures prises par les pouvoirs publics pour lutter contre les vulnérabilités, à savoir la capacité excédentaire dans plusieurs secteurs de production (en particulier l'industrie lourde) ainsi que dans certains segments du marché du logement. Cela dit, la poursuite du processus d'urbanisation de la Chine assurera au pays une demande soutenue en investissements en logements et en infrastructures.

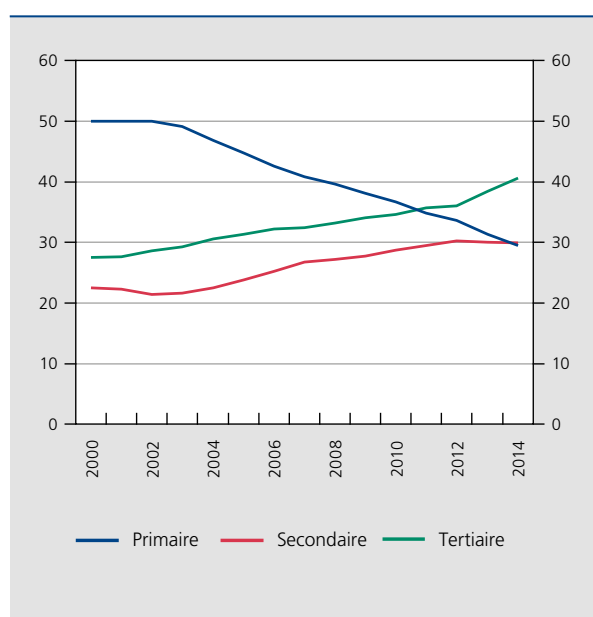
Comme le montre une comparaison avec d'autres marchés émergents, la demande en Chine est très clairement orientée vers les investissements, au détriment de la consommation privée. La part des investissements dans le PIB s'élevait en Chine en moyenne à 45 % entre 2008 et 2014, contre un peu plus de 30 % en Inde et en Indonésie et des valeurs beaucoup plus faibles, autour de 20 %, dans les autres principales économies émergentes. Toutefois, le chiffre pour la Chine est quelque peu biaisé, dans la mesure où c'est le seul pays où la part des investissements a augmenté au cours de la période considérée en raison de la réaction précitée du gouvernement à la crise financière mondiale. La part de la consommation privée dans le PIB n'a atteint que 36 % en moyenne en Chine durant cette même période, contre 50 % ou plus dans les autres économies émergentes. L'une des explications en est le fort taux d'épargne des ménages chinois, qui est demeuré aux alentours de 25 % au cours de cette période, reflétant les manquements du filet de sécurité sociale ainsi que le dividende démographique (cf. partie 7). Un autre

facteur qui explique la faiblesse de la consommation dans le PIB est la maigre part des revenus des ménages dans le revenu national. La rigueur des contrôles de capitaux canalise une grande partie de l'épargne des ménages vers les investissements. Des mesures qui ont été prises pour stimuler la consommation, en augmentant les salaires minimums et en poursuivant l'expansion du filet de sécurité sociale, ont eu des effets, quoique progressifs seulement, sur la consommation.

Un autre indicateur de rééquilibrage est l'évolution de la part de l'emploi dans les secteurs primaire, secondaire et tertiaire. Conformément aux attentes, le poids de l'agriculture dans l'emploi a diminué de façon constante, ce qui a bénéficié à la fois aux industries manufacturières et au secteur des services. Cependant, l'emploi dans les services, d'environ 40 % en 2014, est peu élevé si on établit une comparaison à l'échelle internationale, puisqu'on enregistre des chiffres de 50 % et plus dans de nombreux pays émergents et de 75 % au moins dans les économies avancées. L'un des facteurs qui ont longtemps freiné l'expansion du secteur des services a été le taux de change sous-évalué du renminbi (Dorrucci et al., 2013), caractéristique qui renforce la spécialisation du pays dans les industries à faible technologie employant de la main-d'œuvre bon marché et qui contribue par conséquent aussi à la modeste part des revenus des ménages dans le revenu national et à la faiblesse de la consommation qui en découle. Toutefois, la forte appréciation du taux de change effectif réel du renminbi ces dernières années a conduit le FMI à conclure dans son dernier article IV que cette monnaie n'était plus sous-évaluée. Dans le même temps, on observe également un changement dans la structure des exportations en faveur d'exportations de produits plus élaborés et d'emplois mieux rémunérés. Parmi d'autres facteurs qui entravent le développement du secteur des services figurent les barrières à l'entrée et l'atonie précitée de la consommation. La part actuelle de l'emploi dans le secteur primaire, qui est de 30 %, donne à penser qu'il reste de la marge pour transférer de la main-d'œuvre rurale vers des secteurs de services à productivité plus élevée.

La réussite du rééquilibrage de l'économie chinoise est considérée comme un élément important pour préserver la robustesse de la productivité à moyen terme. Le transfert des réserves résiduelles de main-d'œuvre de l'agriculture vers les services, et des exportations à faible contenu technologique vers les exportations à valeur ajoutée supérieure, contribuera à soutenir la hausse de la productivité. Ces changements doivent s'accompagner d'une poursuite de la transition de l'économie d'État vers une économie de marché et vers la libéralisation des marchés financiers, deux facteurs qui devraient encourager une répartition

**GRAPHIQUE 5 PART DE L'EMPLOI PAR SECTEUR**  
(pourcentage de l'emploi total)



Source : CEIC.

plus efficace des ressources. Dans un scénario sans rééquilibrage, la croissance de la productivité risque de s'enliser dans une mauvaise allocation des ressources, tandis que le taux d'investissement élevé générera de moins en moins d'incitants à la croissance. Cela induira par ailleurs le développement persistant de vulnérabilités, ce qui augmentera le risque d'un atterrissage brutal. Le très haut niveau du ratio des investissements en Chine implique toutefois que le rééquilibrage vers une activité tirée par la consommation s'accompagnera d'une réduction de la croissance, en particulier à court terme, étant donné que le redressement de la consommation sera plus progressif. Pour relancer la consommation, il faut étendre le filet de sécurité sociale, mettre fin aux pratiques discriminatoires à l'encontre des travailleurs chinois issus de migrations intra-provinciales (qui représentent un tiers de l'emploi total) et accélérer la progression des salaires nominaux.

Bien au-delà de sa contribution directe à la croissance mondiale, le ralentissement de l'économie chinoise induit par le recul des investissements n'est pas dénué de conséquences pour l'économie mondiale. En particulier, la réduction des investissements dans les industries lourdes et la construction a contribué à mettre fin au « super-cycle » des matières premières, auquel est consacré la partie suivante. La Chine s'arroge actuellement plus de 60 % des importations mondiales de manganèse, d'aluminium et de minerai de fer (OECD, 2015), bien que la demande de minerai de fer soit quelque peu soutenue par de nouveaux projets de construction de voies ferrées. Sa part dans les importations de cuivre s'établit à 40 %. Des ajustements à la baisse dans les industries lourdes pèsent également sur la demande d'énergie (pétrole et charbon), ces industries rassemblant généralement des activités à très haute intensité énergétique. Sans surprise, les expositions les plus fortes à la Chine par le canal des exportations se retrouvent parmi les exportateurs de matières premières, notamment la Nouvelle-Zélande, l'Australie, le Brésil, le Chili, le Pérou, l'Afrique du Sud et l'Indonésie. Mais une série de pays asiatiques comme le Viêt-nam, la Thaïlande, Taïwan et la Corée sont également très exposés en raison de leurs exportations de produits finis vers la Chine.

### 3. Fin de l'expansion des marchés de matières premières

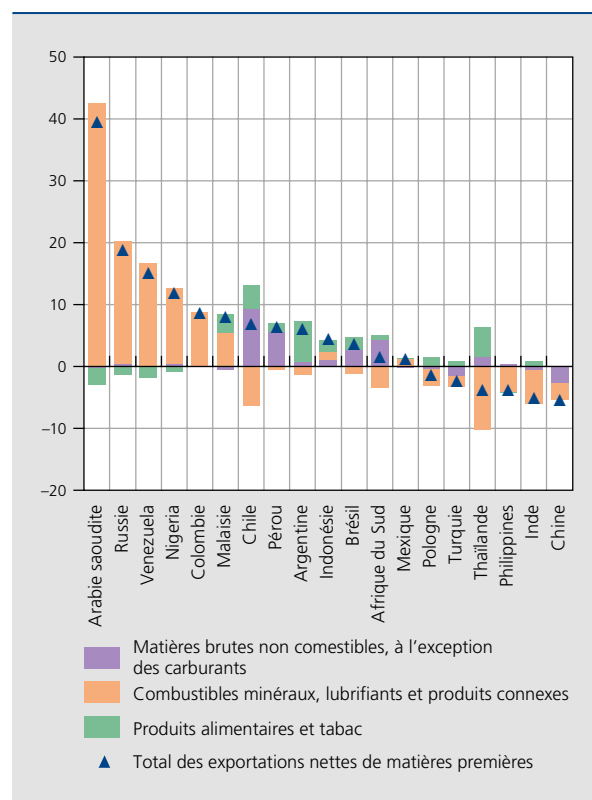
La dégringolade des prix des matières premières qui a débuté au second semestre de l'année dernière sur fond de ralentissement de l'économie chinoise constitue un aspect essentiel du contexte économique de nombreux marchés émergents. Si la faiblesse des prix des matières premières dope l'économie des pays qui en importent, les prévisions de croissance pour ceux qui en exportent ont

par contre été révisées à la baisse. Plus spécialement, les prévisions de croissance du FMI pour 2015 concernant les marchés émergents fortement tributaires des exportations de matières premières (cf. les pays figurant dans le graphique 6) ont été rabotées de 1,7 point de pourcentage en moyenne entre octobre 2014 et avril 2015. Bien que des contractions significatives des prix des matières premières alimentaires et industrielles aient également été observées, ce sont les cours du pétrole qui ont affiché les mouvements les plus notables, enregistrant des glissements de plus de 55 % depuis juillet 2014. Les prix des matières premières alimentaires et industrielles ont diminué d'environ 25 % au cours de la même période. Le reste de la présente partie se concentre sur les effets de la chute des cours du pétrole.

L'effondrement des cours du pétrole pèse de manière directe sur la croissance des pays exportateurs de pétrole, confrontés à une détérioration des termes de l'échange. Le graphique 6 illustre le fait que les exportations de pétrole de nombreux pays émergents représentent une part importante de leur PIB. La situation budgétaire des pays dont les

**GRAPHIQUE 6** EXPORTATIONS NETTES DE MATIÈRES PREMIÈRES DANS UNE SÉLECTION DE MARCHÉS ÉMERGENTS

(part des exportations nettes dans le PIB de 2014, en pourcentage)



Sources : UN Comtrade, FMI.

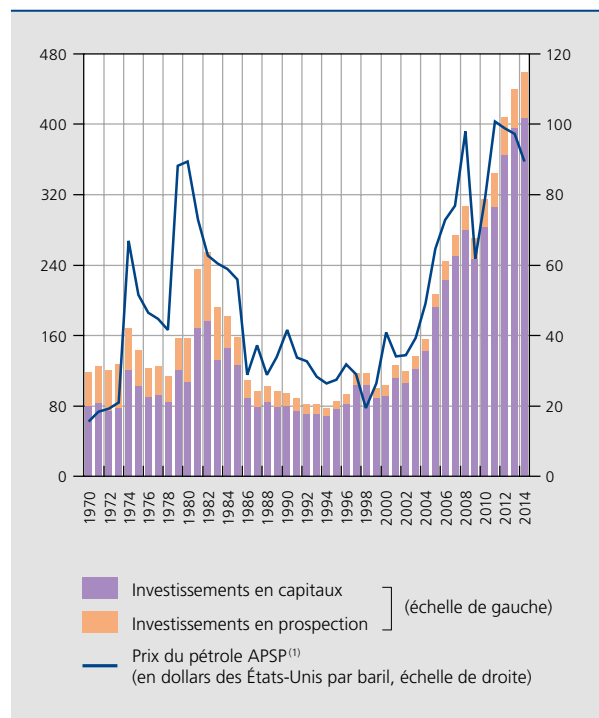
recettes des exportations de pétrole reviennent presque entièrement au gouvernement, comme c'est le cas par exemple au Moyen-Orient, en pâtit elle aussi. L'effritement des revenus des exportations et des recettes fiscales comprime à son tour les investissements dans ce secteur. Les importateurs nets de pétrole, en revanche, voient les termes de l'échange évoluer en leur faveur. La mesure dans laquelle les cours du pétrole profitent aux ménages et aux entreprises de ces pays dépend toutefois de l'étendue de la répercussion sur les prix. Dans de nombreux pays émergents, les contrôles administratifs relatifs aux prix de l'énergie ont en réalité pour effet de limiter la transmission aux utilisateurs finaux, et donc de réduire les effets positifs sur la demande. Dans la mesure où le repli des cours du pétrole se propage effectivement aux prix pratiqués sur les marchés nationaux, les ménages vont enregistrer une hausse de leur revenu disponible, tandis que les entreprises vont voir leurs coûts reculer, avec des conséquences bénéfiques pour leurs profits et leurs investissements.

Tant l'offre que la demande ont joué un rôle dans la chute des cours du pétrole. La demande mondiale de pétrole a diminué de manière significative à la suite d'une contraction de la demande émanant des grandes économies émergentes. En revanche, l'offre s'est élargie de façon constante ces dernières années, sous l'effet d'une production de pétrole non conventionnel en hausse aux États-Unis, de la décision de l'OPEP, en novembre 2014, de s'abstenir d'ajuster en conséquence sa production à la baisse et de la reprise plus rapide que prévu de la production de pétrole dans des pays comme l'Irak et la Libye.

Bien que les perspectives concernant le pétrole et d'autres matières premières soient intrinsèquement très incertaines, une part substantielle de la récente plongée des prix contient probablement une forte composante persistante. D'une part, si, dans de nombreuses régions du monde, la demande est appelée à se redresser parallèlement à la reprise de l'activité économique mondiale, la faiblesse récemment observée sur les marchés émergents pèse sur la demande de matières premières et est susceptible de perdurer. Le rebond sans précédent des prix des produits de base enregistré dans les années 2000 était en réalité en grande partie dû à une augmentation substantielle de la demande des marchés émergents à croissance rapide, et en particulier de la Chine. D'autre part, bien que le ralentissement des investissements dans le secteur pétrolier présage une réduction de la production de brut, le phénomène mettra un certain temps à s'installer, du fait de l'importante capacité actuelle. L'Agence internationale de l'énergie prévoit ainsi le maintien d'un excédent sur le marché pétrolier en 2016. En d'autres termes, les cours du pétrole sont susceptibles de renouer avec des niveaux plus élevés, mais seulement de manière progressive.

## GRAPHIQUE 7 INVESTISSEMENTS MONDIAUX DANS LE SECTEUR PÉTROLIER ET PRIX PÉTROLIERS

(milliards de dollars des États-Unis constants de 2010, sauf mention contraire)



Sources : FMI, Perspectives de l'économie mondiale (avril 2015).

(1) APSP : average petroleum spot price; moyenne des cours du UK Brent, du Dubai et du West Texas Intermediate, à pondération égale.

Les cours du pétrole influencent d'ores et déjà défavorablement la croissance dans les pays qui en exportent, mais un recul plus durable des prix frappe les investissements en exploration et en production pétrolière, et pèse par ailleurs en tant que tel sur la production potentielle et sur les perspectives de croissance à long terme des pays exportateurs. Historiquement, on constate une forte corrélation entre l'évolution des cours du pétrole et les investissements mondiaux dans le secteur pétrolier, comme l'illustre le graphique 7. Les investissements dans le secteur pétrolier sont en fait dès maintenant en train de s'adapter au contexte de repli des cours pétroliers, comme en témoignent les décisions de grandes sociétés pétrolières de revoir à la baisse leurs perspectives d'investissement. Cela confirme les estimations du FMI (2015d), qui, sur la base de données historiques, juge que l'incidence de la diminution des cours pétroliers sur les investissements se fait en moyenne sentir en un an.

La volatilité des cours du pétrole s'est par ailleurs renforcée, en raison d'incertitudes susceptibles de pousser les prix tant à la hausse qu'à la baisse. Ces incertitudes portent notamment sur l'aggravation des tensions géopolitiques dans des

pays comme l'Irak et la Libye, sur les éventuels effets de l'accord nucléaire avec l'Iran, sur la stratégie de production de l'OPEP et sur l'avenir en termes d'efficacité énergétique et de remplacement du pétrole par d'autres sources d'énergie. Un regain d'inquiétude quant à l'évolution future des cours du pétrole pourrait comprimer davantage encore la croissance des investissements dans le secteur pétrolier, voire même la limiter dans des secteurs non pétroliers qui consomment une grande quantité de pétrole. L'effet des incertitudes est exacerbé par le caractère largement irréversible des investissements, en particulier en matière de pétrole conventionnel (IMF, 2015d).

La situation budgétaire des pays exportateurs de pétrole où les revenus du pétrole bénéficient surtout au gouvernement est touchée de plein fouet, forçant les pouvoirs publics à réduire leurs dépenses. Les réserves substantielles constituées au cours des années d'expansion devraient permettre aux gouvernements de nombreux pays exportateurs de pétrole d'échapper aux coupes sombres dans les investissements, atténuant ainsi l'impact sur la croissance à long terme. Les pays qui ne disposent pas de réserves suffisantes devront adapter plus promptement leurs dépenses. Plus particulièrement, les seuils de rentabilité budgétaire se sont considérablement redressés dans les pays exportateurs de pétrole où les recettes publiques avaient été consacrées à financer de fortes augmentations des dépenses lorsque les cours du pétrole étaient élevés et orientés à la hausse. Le recul actuellement observé des cours du pétrole pourrait rappeler à ces pays de procéder aux réformes nécessaires. Plus généralement, s'ils tiennent à améliorer leur résistance aux chocs, les pays qui sont largement tributaires des exportations de pétrole ou d'autres matières premières seraient bien inspirés d'entamer des réformes structurelles visant à diversifier leur base de revenus pour l'étendre à d'autres sources de recettes plus stables. Une diversification de la composition sectorielle de la croissance et des investissements dans des activités favorables à la croissance, telles l'éducation, la santé et les infrastructures, aideraient notamment ces pays à limiter l'incidence de la baisse des cours du pétrole sur leur économie.

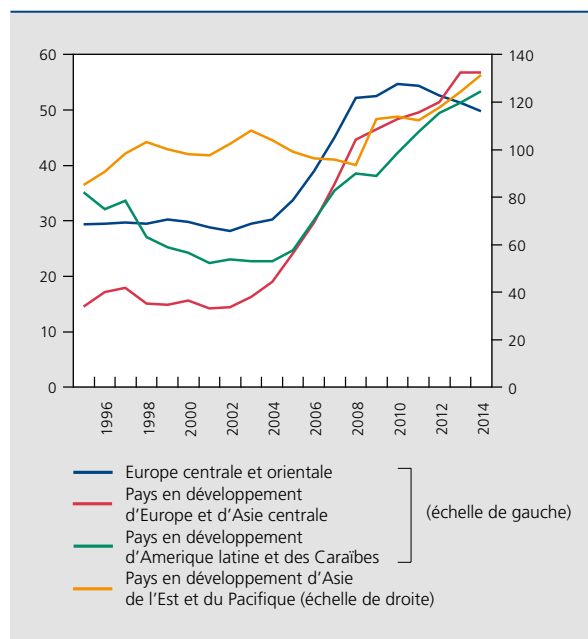
#### 4. Endettement

L'endettement constitue un autre facteur de nature à influencer la croissance sur les marchés émergents. Durant la période qui a précédé la crise, les crédits avaient enflé pour atteindre de très vastes proportions à l'échelle mondiale, y compris sur de nombreux marchés émergents (cf. graphique 8). Si la crise financière a temporairement ralenti la progression des crédits, ces derniers sont par la suite repartis à la hausse dans bien des régions, en

particulier en Asie. En réalité, la conjonction d'une période prolongée de taux d'intérêt bas consécutive à la crise financière et de la quête de rendement des investisseurs a soutenu les flux de capitaux à destination des marchés émergents et a allégé le coût du financement.

En Europe centrale et orientale, cependant, la croissance des crédits privés n'a, depuis la crise, pas renoué avec la vive tendance haussière qu'elle présentait auparavant. Alors que la région avait enregistré une expansion notable des crédits dans les années 2000 – alimentée dans une large mesure par les prêts transfrontaliers octroyés par les banques d'Europe occidentale –, la crise financière a induit une brusque interruption du financement externe, et la croissance des crédits intérieurs a dégringolé des sommets qu'elle avait atteints avant la crise. Le repli des revenus et des prix des actifs, et en particulier l'éclatement de la bulle sur le marché de l'immobilier résidentiel, conjugué à des primes de risque accrues, a rendu insoutenable les niveaux élevés de l'endettement privé. Qui plus est, dans plusieurs pays, l'endettement excessif a été exacerbé par une dépréciation du taux de change, une part significative des prêts octroyés aux entreprises et aux ménages étant libellés en devises étrangères. Dans un souci d'assainissement de leurs bilans, les ménages et les entreprises ont réduit leurs emprunts. Parallèlement à l'interruption de l'octroi de crédits, les taux d'investissement ont chuté dans toute la région et sont demeurés faibles depuis lors

**GRAPHIQUE 8** CRÉDIT INTÉRIEUR OCTROYÉ AU SECTEUR PRIVÉ (pourcentages du PIB)

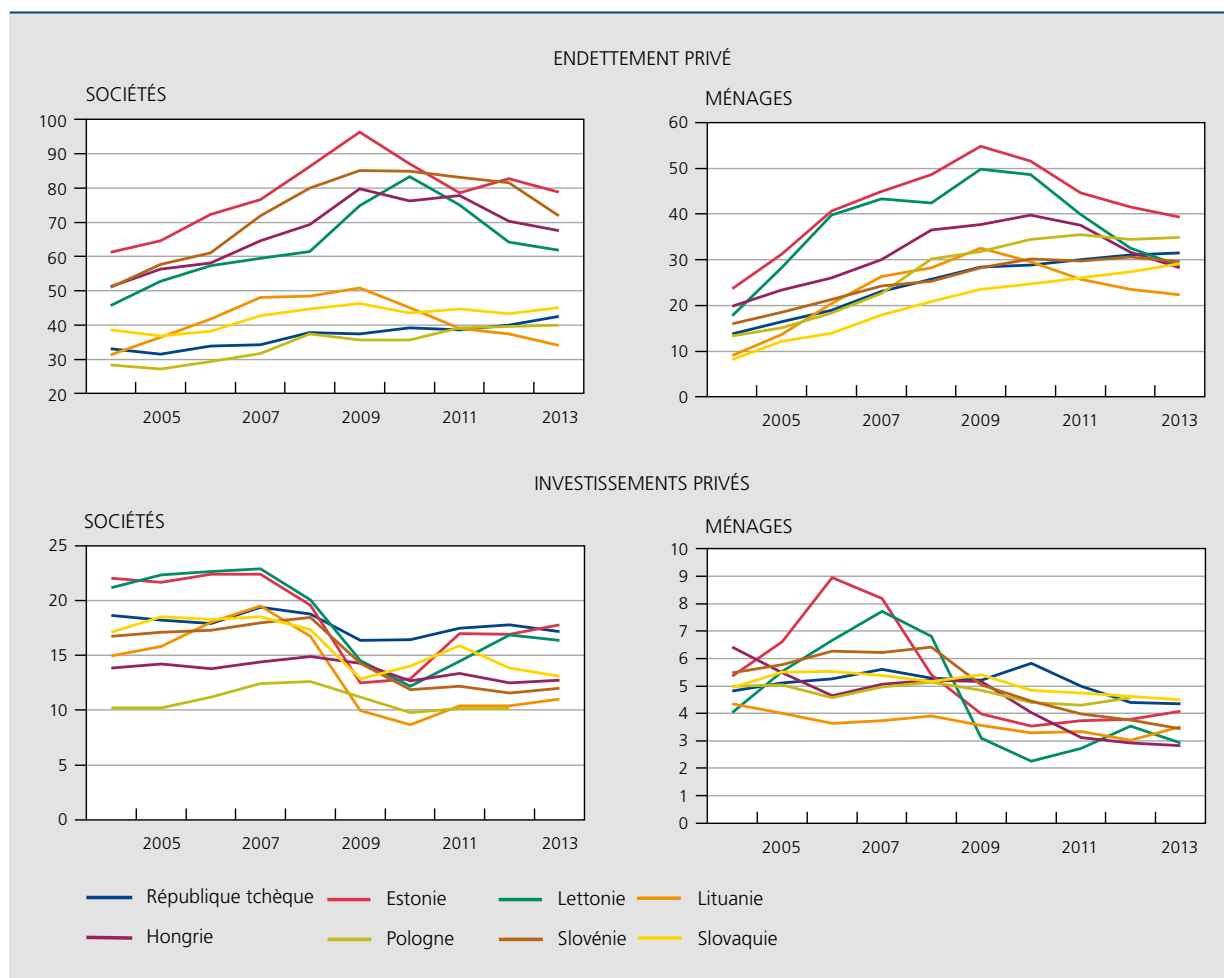


Source : Banque mondiale.



**GRAPHIQUE 9 ENDETTEMENT ET INVESTISSEMENTS DU SECTEUR PRIVÉ DANS UNE SÉLECTION DE PAYS D'EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE**

(pourcentages du PIB)



Source : Eurostat.

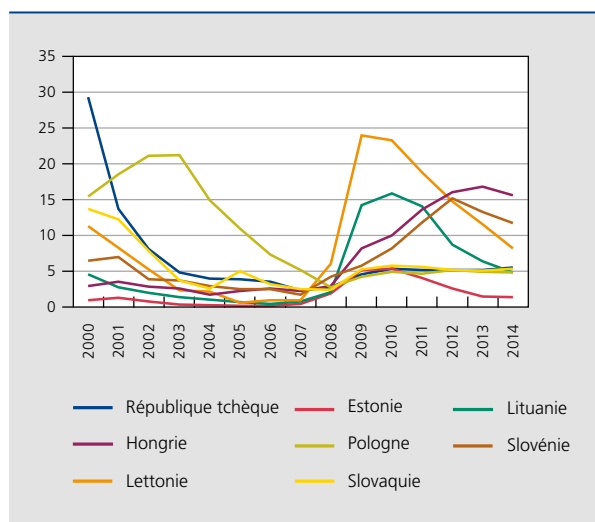
(cf. graphique 9). Si ces évolutions ont plongé la région dans une profonde récession, l'absence de reprise des investissements, et plus spécialement des investissements productifs des entreprises, influe également sur les perspectives de croissance à plus long terme de la région.

Cela étant, des écarts notables sont observés entre les pays de la région. De manière générale, c'est dans ceux où le levier d'endettement s'était le plus accru à la veille de la crise, comme les pays baltes ou la Hongrie, que les plus fortes contractions de l'endettement peuvent être observées depuis la crise, ce sont eux qui ont montré les premiers signes d'un rétablissement de la formation brute de capital fixe. Pour expliquer ce constat, d'aucuns ont avancé que si les pays baltes avaient été capables de

s'adapter plus rapidement, c'était grâce à la plus grande flexibilité de leurs institutions ainsi qu'au commerce intense et aux liens financiers qu'ils entretenaient avec des États plus épargnés par la crise, comme les pays nordiques (IMF, 2015b). Dans la plupart des autres États de la région, les investissements sont demeurés très discrets.

Le redressement économique progressif de cette région au lendemain de la crise s'est essentiellement produit sans recourir aux emprunts, des facteurs contraignants, tant du côté de la demande que de celui de l'offre, empêchant le redémarrage des crédits. L'essoufflement de la demande de crédits et d'investissements est en partie une conséquence naturelle du repli généralisé de la demande agrégée dans l'économie à la suite de la crise. Néanmoins, cette reprise sans crédits est également le signe que des problèmes plus structurels menacent la région, puisque l'endettement

**GRAPHIQUE 10** CRÉANCES DOUTEUSES DES BANQUES PAR RAPPORT AU TOTAL DES PRÊTS BRUTS (pourcentages)



Source : Banque mondiale.

excessif du secteur privé continuera de peser sur la demande de crédits et sur les investissements pendant encore quelque temps. Par ailleurs, les banques brident l'offre de crédits. La détérioration de l'environnement du financement externe<sup>(1)</sup>, la piètre qualité des portefeuilles – dans certains pays, les bilans des banques continuent de présenter une grande quantité de créances douteuses (cf. graphique 10) –, mais aussi la faiblesse de la rentabilité sont autant de facteurs qui limitent la capacité et la volonté des banques d'octroyer de nouveaux crédits.

Le fait que des facteurs structurels jouent un rôle dans la réticence des entreprises à investir complique la prise de décisions à cet égard. Ainsi, le relâchement des conditions monétaires n'entraînera pas nécessairement les emprunts à la hausse, les ménages et les entreprises se concentrant sur leur désendettement et les banques étant soumises à certaines contraintes. La région aurait tout à gagner à abandonner les créances douteuses et à mettre en place des mesures rendant le cadre relatif à l'insolvabilité plus performant. Pour l'heure, la législation sur l'insolvabilité des entreprises est considérée comme chancelante dans de nombreux pays d'Europe centrale et orientale, alors qu'il n'existe parfois pas de cadre d'insolvabilité pour les particuliers (World Bank Doing Business, 2014).

(1) Lancée en janvier 2009, l'initiative dite de Vienne a rassemblé l'ensemble des acteurs pertinents des secteurs public et privé des banques internationales établies dans l'UE et opérant sur des marchés émergents européens, en vue de constituer une enceinte pour la prise de décisions et la coordination et d'éviter un désendettement massif et soudain des groupes bancaires internationaux opérant sur les marchés émergents d'Europe.

Compte tenu de la forte progression du nombre de situations d'insolvabilité dans beaucoup d'États d'Europe centrale et orientale à la suite de la crise, plusieurs pays ont entre-temps décidé de réformer ou d'affiner leur régime d'insolvabilité. Dans certains des pays les plus touchés, le gouvernement est aussi intervenu directement pour pallier les problèmes engendrés par le niveau élevé de l'endettement du secteur privé. La Hongrie est probablement l'un des exemples les plus illustratifs à cet égard. Dans l'optique de réduire la quantité de contrats de prêt libellés en devises des ménages, le gouvernement hongrois a légiféré (loi entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> février 2015) afin de convertir en forints l'ensemble des prêts hypothécaires libellés en devises – qui totalisaient près de 70 % du portefeuille de prêts de détail. Le gouvernement avait déjà lancé plusieurs plans de soutien avant de se concentrer sur les problèmes liés aux prêts en devises, mais sans parvenir à cibler entièrement les débiteurs les plus vulnérables, ce qui avait sensiblement renforcé l'aléa moral.

Enfin, il convient de rappeler que le défi posé par le désendettement s'accompagne d'autres problèmes menaçant plus généralement les marchés émergents. Premièrement, les bilans des secteurs public, bancaire et privé non financier des marchés émergents sont devenus plus intégrés au fil des dix dernières années, ce qui accentue le problème et l'importance du désendettement. À cet égard, le FMI a observé que le redressement à grande échelle des bilans des entreprises compliquait les efforts de désendettement des ménages et qu'il induisait des effets de rétroaction négatifs sur les entreprises. En fait, en levant le pied sur les investissements et en procédant à des licenciements, les entreprises compriment le revenu des ménages, ce qui affaiblit encore la position d'endettement de ces derniers. La consommation s'en ressent, ce qui à son tour grève davantage encore les bilans des entreprises. La situation est d'autant plus pénible lorsque tant les entreprises que les ménages sont confrontés à des niveaux élevés de dettes, comme c'est le cas en Europe centrale et orientale. Deuxièmement, comme l'illustre la septième partie du présent article, des conditions démographiques défavorables sont elles aussi susceptibles de freiner la croissance, si bien qu'il devient encore plus ardu d'échapper à la dynamique négative de l'endettement. Enfin, il existe un risque de voir se mettre en place un cercle vicieux entre l'endettement excessif et le désendettement : l'endettement excessif implique un ralentissement de l'activité économique, ce qui complique le processus de désendettement et, à son tour, entretient l'atonie de la croissance. Il est essentiel de briser ce cercle vicieux en mettant en œuvre des réformes structurelles.

Nonobstant les spécificités du cycle d'expansion et de contraction du crédit en Europe centrale et orientale, les

marchés émergents d'autres régions pourraient se voir confrontés à des défis similaires à l'avenir. Le durcissement des conditions de financement externe et l'essoufflement de la croissance intérieure pourraient mettre au jour des vulnérabilités apparues peu à peu sur ces marchés émergents où l'endettement a continué de s'accumuler ces dernières années. Comme l'illustre le graphique 8, d'autres économies émergentes, et singulièrement celles d'Asie, ont enregistré une hausse constante du crédit dans le sillage de la crise financière, du fait, notamment, du gonflement des flux de capitaux entrants entre 2010 et 2012. Les plus grands marchés émergents (le Brésil, la Chine, l'Inde et la Russie) semblent cependant avoir atteint la dernière phase du cycle de crédit, caractérisée par une dégradation de la qualité des actifs, un alourdissement de l'endettement et un pic des prix des actifs (IMF, 2014c).

## 5. Chaînes de valeur mondiales

D'aucuns font valoir que l'un des facteurs à l'origine du ralentissement de la croissance des marchés émergents est la transformation de la structure des chaînes de valeur mondiales (CVM). Le concept des CVM renvoie à la ventilation de la production de biens et de services en diverses étapes de production liées, dispersées entre plusieurs entités et, de plus en plus, par delà les frontières internationales, afin d'optimiser les différences d'avantages comparatifs entre les pays. La croissance rapide et la complexité des CVM à l'échelle internationale observées depuis les années 1980 ont été favorisées par les évolutions

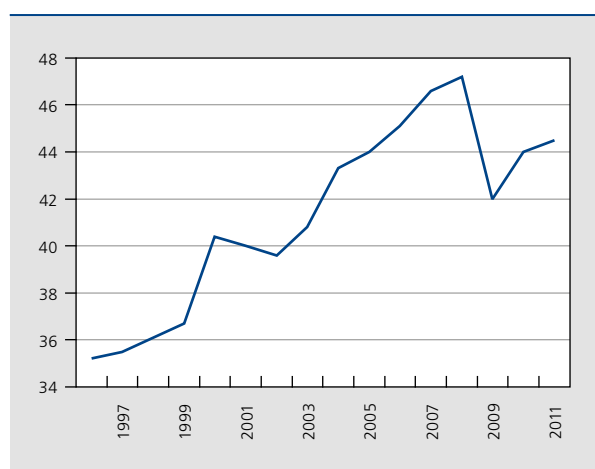
technologiques, par la baisse des frais de transport et par l'atténuation des entraves commerciales.

La participation aux CVM permet à un pays de se spécialiser dans des tâches et dans des parties de biens et de services plutôt que dans des produits finis. Cette spécialisation plus granulaire dans des activités de production entraîne des effets de productivité plus importants dans les entreprises et dans les secteurs exportateurs que la spécialisation dans des biens finaux. En outre, la participation aux CVM permet aux pays à revenus faible et moyen spécialisés dans des tâches peu qualifiées, comme l'assemblage, de pénétrer des secteurs présentant un contenu technologique plus élevé et de bénéficier d'économies d'échelle, à travers le commerce, ainsi que d'une diversification accrue.

Selon leur degré de participation aux CVM, il existe des différences notables entre les régions et les pays, qui sont en grande partie imputables à des divergences dans leurs caractéristiques structurelles. Dans leur étude empirique sur les pays en développement, Kowalski et al. (2015) ont avancé les déterminants-clés suivants de la participation aux CVM : (1) la taille du marché, (2) le niveau de développement, (3) la structure industrielle (une part plus élevée de la production manufacturière étant un atout), et (4) l'emplacement, les CVM étant organisées autour des principaux pôles manufacturiers, de sorte qu'il y a un intérêt à être plus proche des principaux centres manufacturiers d'Amérique du Nord, d'Europe et d'Asie. Par conséquent, ce sont l'Asie du Sud-Est, l'Europe émergente et le Mexique qui ont le plus bénéficié de l'intégration dans les CVM organisées, respectivement, autour des pôles centraux de la Chine, de l'Allemagne et de l'Amérique du Nord. En outre, les politiques commerciales et autres peuvent elles aussi jouer un rôle majeur, et notamment de faibles tarifs douaniers à l'importation (à la fois sur le plan national et sur les marchés à l'exportation), l'engagement dans des accords commerciaux régionaux, l'ouverture aux investissements directs à l'étranger, les capacités logistiques et la qualité des infrastructures et des institutions.

L'évolution des CVM a soutenu la croissance du commerce mondial au cours des 20 dernières années. La fragmentation internationale grandissante de la production a entraîné une augmentation du commerce de va-et-vient de composantes et de pièces destinées au traitement et aux réexportations. En raison de différences en matière de mesures, l'élasticité du commerce mondial au cours de la période antérieure à la crise s'en est trouvée renforcée, le commerce étant généralement mesuré en termes bruts alors que le PIB l'est en termes de valeur ajoutée. Le commerce brut s'est également développé plus rapidement que son équivalent en termes de valeur ajoutée, qui filtre

**GRAPHIQUE 11** PART DU COMMERCE LIÉ AUX CVM DANS LE COMMERCE MONDIAL (pourcentages)



Source : Borin et Mancini (2015), inspirée de la base de données ÉVA de l'OCDE-OMC.

la « double comptabilisation » des biens intermédiaires importés entrant dans la production des exportations. L'écart entre les mesures du commerce brut et celles fondées sur la valeur ajoutée devrait refléter le niveau des biens intermédiaires sous-traités dans le commerce mondial total, et il peut donc également être utilisé comme une approximation de la mesure de la composante du commerce liée aux CVM (Borin et Mancini, 2015; Constantinescu et al., 2015). Le graphique 11 montre l'évolution du ratio du commerce lié aux CVM sur le commerce brut, une hausse correspondant à une expansion des CVM à l'échelle internationale, et vice versa.

La part du commerce lié aux CVM dans le commerce total est passée de 36 % environ en 1996 à 47 % en 2008, affichant une légère inversion temporaire pendant les années de crise qu'ont été 2001 et 2002. Elle a néanmoins plongé au cours de la crise financière mondiale, ce qui suggère que cette dernière a parfois interrompu les chaînes d'approvisionnement internationales. Le commerce lié aux CVM n'a pas (encore) totalement retrouvé sa valeur d'avant la crise. C'est l'un des éléments qui montrent que le processus de fragmentation internationale de la production peut s'être ralenti, voire inversé. L'élasticité du commerce en constitue une autre preuve. Plusieurs organisations internationales ont en effet constaté que cette élasticité s'est amenuisée depuis la crise financière mondiale. Sur la base de données trimestrielles, la BCE (2015) a estimé le ratio de la croissance du commerce mondial sur la croissance du PIB mondial à 2,2 pour la période 1995 T2-2007 T4 et à 1,1 pour la période 2011 T3-2014 T3. De même, Borin et Mancini (2015) ont calculé l'élasticité moyenne du commerce mondial en se fondant sur des données annuelles pour les périodes 1996-2000, 2001-2005 et 2006-2011 et ont observé des valeurs de respectivement, 2,06, 1,45 et 1,13. Dans une étape ultérieure, les élasticités de chaque période ont été ventilées en une composante relative à la contribution des CVM au commerce et en une composante résiduelle. Il a été établi que l'élasticité du commerce lié aux CVM était, au cours des trois périodes consécutives, revenue de 0,45 à 0,33, avant de retomber à 0,04.

Enfin, Dhyne et Duprez (2015) ont mesuré séparément la longueur des chaînes de production en Belgique, dans les économies avancées et dans les économies émergentes. Ils ont constaté un raccourcissement des chaînes de production au cours des dernières années, en particulier dans les économies émergentes.

La stabilisation de l'expansion des CVM peut s'expliquer en partie par l'évolution des tendances du commerce chinois. L'essor de la Chine en tant qu'exportateur de premier plan a été spectaculaire, sa part de marché à

l'exportation bondissant de 2 % en 1990 à 13 % en 2013. La Chine est rapidement devenue la ligne d'assemblage de la chaîne de valeur de l'Asie, important des composantes et des services du Japon, de Corée, de Taïwan, de Thaïlande, de Malaisie et, plus récemment, du Viêt-nam et du Cambodge. Les composantes importées incarnent souvent, à leur tour, la valeur ajoutée produite dans les pays tiers. Or, tout au long des années 2000, la Chine a réussi à revaloriser ses exportations et a représenté une part de plus en plus importante de la valeur ajoutée dans les CVM, comme en témoigne la part décroissante des importations de composantes et de pièces dans les exportations de marchandises de la Chine, qui sont revenues d'un sommet de 60 % au milieu des années 1990 à 35 % environ actuellement (Constantinescu et al., 2015). Le changement de spécialisation commerciale de la Chine constitue à la fois des opportunités et des défis. Sa sortie progressive des produits à forte intensité en main-d'œuvre tels que l'habillement a déjà créé des opportunités pour l'Asie à faible revenu (par exemple, le Bangladesh, le Viêt-nam, le Cambodge). Mais ses stratégies de substitution aux importations limitent également les possibilités pour d'autres pays à revenu intermédiaire dont les spécialisations sont similaires.

En règle générale, si l'expansion de l'intégration des CVM a été associée à la nette amélioration de la productivité dans certains pays émergents, cette vive hausse de la productivité devrait disparaître avec la stagnation des CVM, en particulier dans les économies émergentes qui se sont intégrées avec succès aux chaînes de valeur mais qui éprouvent davantage de difficultés pour progresser dans les chaînes de valeur.

## 6. Piège du revenu intermédiaire

L'essoufflement actuellement enregistré dans de nombreux pays émergents est, en réalité, un phénomène récurrent dans l'histoire économique. Des expériences internationales menées sur une période plus longue montrent en effet qu'il est assez courant que les pays émergents et en développement traversent une période prolongée de faible croissance après plusieurs années de forte expansion. Ce phénomène, qui peut survenir à différents niveaux de revenu par habitant, s'observe le plus souvent dans des pays à revenu intermédiaire (définis dans Aiyar et al. (2013) comme ceux relevant de la fourchette allant de 2 000 à 15 000 dollars de PIB par tête en PPA). Par conséquent, ces pays ne parviennent pas à enregistrer une période d'amélioration durable du revenu par habitant qui soit suffisamment longue pour leur permettre d'adhérer au club restreint des pays à haut revenu. Au contraire, leurs niveaux de revenu par habitant stagnent ou reculent,

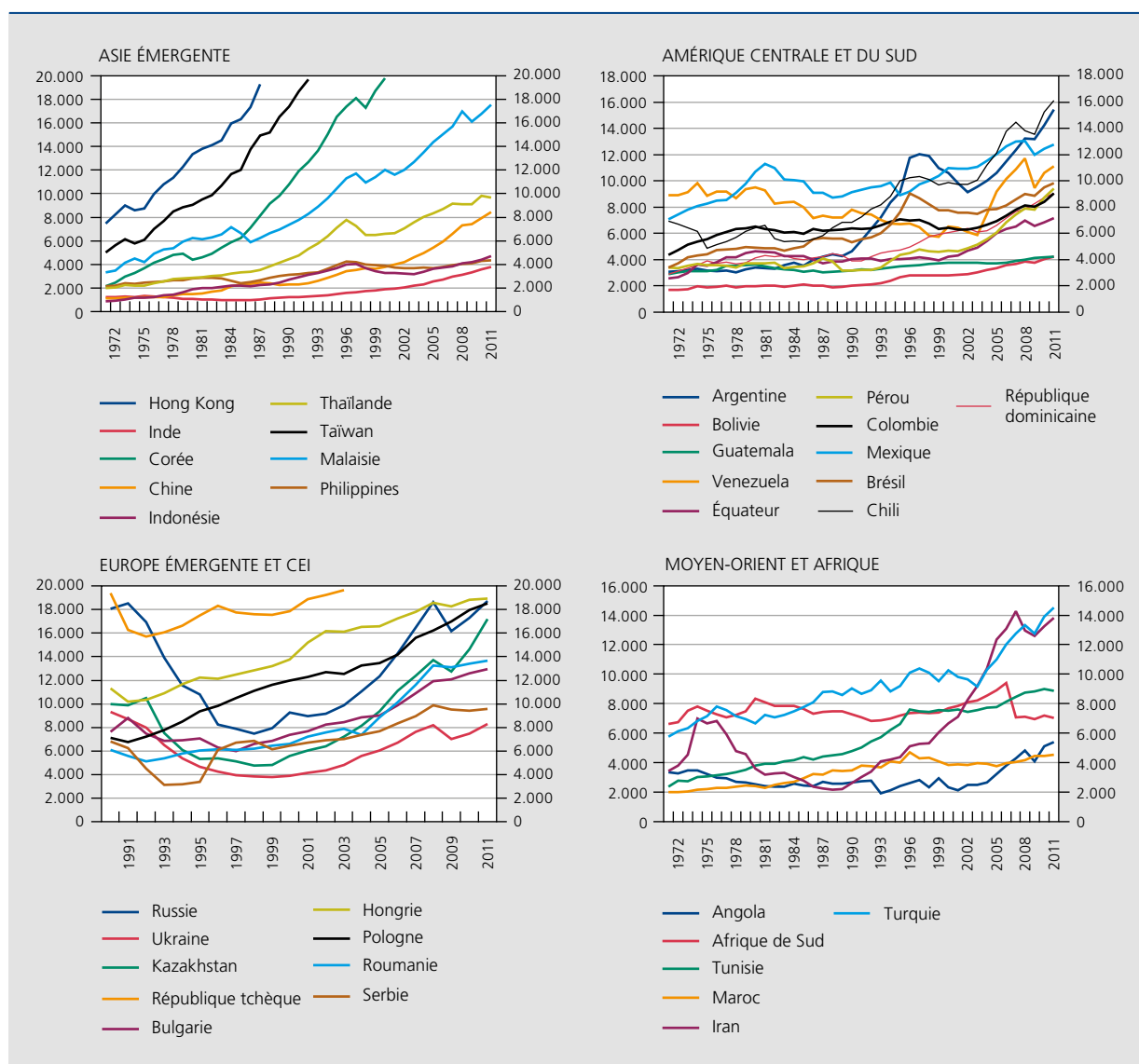
ils campent dans la tranche intermédiaire de l'échelle des revenus pendant une période continue. Ce constat est communément appelé le piège du revenu intermédiaire.

Les ralentissements de la croissance dans les pays à revenu intermédiaire sont souvent associés à une croissance anémiée, voire négative (OECD, 2014 et Ferrarini et al., 2012). En réalité, lors de la transition d'une économie à faible revenu vers une économie à revenu intermédiaire, la productivité est stimulée par le passage de la main-d'œuvre de secteurs à moindre productivité vers des

secteurs à productivité plus élevée (par exemple, de l'agriculture à l'industrie manufacturière ou aux services, de la campagne aux zones urbaines). Cette évolution continue d'être un facteur important dans les pays à revenu intermédiaire, pour autant que subsistent des réserves de main-d'œuvre (par exemple en Inde et en Indonésie). Lors de cette phase d'envol, les pays en développement bénéficient également de faibles coûts de main-d'œuvre, entraînant un développement par les investissements extérieurs des industries exportatrices, ainsi qu'une accumulation rapide de capital et des transferts de technologie.

### GRAPHIQUE 12 DONNÉES HISTORIQUES RELATIVES AU PIÈGE DU REVENU INTERMÉDIAIRE

(PIB en volume par habitant en PPA<sup>(1)</sup>, dollars des États-Unis chaînés, année de référence 2005)



Sources : Penn World Tables 8.1, calculs propres.

(1) Les parités de pouvoir d'achat (PPA) sont communément utilisées pour comparer les niveaux de vie des pays. Les PPA sont compilées par le Programme de comparaison internationale (PCI). Afin de veiller à la comparabilité dans le temps, l'on choisit une mesure du PIB en volume (optique des dépenses) qui utilise des prix constants dans le temps et fixes d'un pays à l'autre. Les calculs recourent aux séries de la croissance du PIB en volume issues des comptes nationaux et aux références du PCI de plusieurs années (2005 étant la référence la plus récente).

Toutefois, à un certain point, ces moteurs donnent des signes de défaillance, et la main-d'œuvre devient plus onéreuse, de sorte que l'accent doit de plus en plus être mis sur les gains de productivité dans les secteurs au sein desquels de tels gains ont été le résultat de transitions vers une production à plus haute valeur ajoutée grâce à l'innovation et à la modernisation industrielle. De nombreux pays éprouvent des difficultés pour procéder de la sorte, ce qui explique pourquoi ils sont pris au piège du revenu intermédiaire.

Le graphique 12 illustre l'expérience de plusieurs grandes économies émergentes aux quatre coins du monde au cours de la période 1971–2011 (1990–2011 pour l'Europe émergente et la CEI). La population des pays figurant dans l'échantillon comptait au moins 10 millions d'habitants en 2011 (7,5 millions pour l'Europe émergente) et le PIB en volume par habitant exprimé en PPA était de l'ordre de 2 000 à 15 000 dollars pendant au moins une partie de cette période.

Comme l'illustre le graphique 12, seuls quelques pays ont effectué la transition de la tranche du revenu intermédiaire au groupe à revenu élevé après 1971. Tel a été le cas de la première vague des tigres asiatiques (Taïwan, Corée et Hong Kong), ainsi que de la République tchèque et, plus récemment, de la Hongrie, de la Pologne et de la Malaisie. Le succès des pays d'Europe de l'Est peut s'expliquer par leur adhésion à l'UE, qui a facilité leur convergence réelle grâce à la croissance soutenue de la productivité. En revanche, les pays d'Amérique centrale et du Sud, du Moyen-Orient et d'Afrique, ainsi que les retardataires d'Europe de l'Est et de la CEI, ont enregistré des améliorations plus modestes de leur niveau de vie et sont demeurés dans la catégorie du revenu intermédiaire.

L'Asie émergente constitue un groupe hétérogène en matière de performances. À l'exception peut-être de la Malaisie, la deuxième vague des tigres asiatiques (Thaïlande, Philippines et Indonésie) n'a pas reproduit les succès de la vague précédente. La Corée, Taïwan, la Thaïlande et la Malaisie se sont toutes appuyées sur les entreprises multinationales pour développer leurs industries exportatrices et contribuer à la sophistication croissante de leurs exportations grâce aux transferts de technologie, mais ce sont la Corée et Taïwan qui sont le mieux parvenues à créer des entreprises technologiques locales et qui ont joué un rôle déterminant dans la diffusion des technologies sur leur marché intérieur (Cherif et Hasanov, 2015). Les performances de la Chine ont été impressionnantes et comparables aux réussites asiatiques antérieures, mais elle est à l'heure actuelle toujours un pays à revenu intermédiaire. Comme l'a analysé la deuxième partie, un rééquilibrage réussi de l'économie

chinoise offre les meilleures perspectives de croissance soutenue de la productivité à moyen terme, ce qui apparaît nécessaire (bien que peut-être insuffisant) pour éviter le piège du revenu intermédiaire. L'Inde est le dernier arrivé au sein du groupe à revenu intermédiaire, et son essor n'est pas aussi spectaculaire que celui de la Chine.

L'Europe émergente et les pays de la CEI partagent une trajectoire de croissance typique des pays qui, en 1990, ont réalisé une transition révolutionnaire d'une économie planifiée centralisée vers une économie de marché, ce qui a provoqué une chute immédiate du niveau de vie au début des années de restructuration économique, celui-ci se redressant progressivement à la faveur de la reprise de la croissance. Ces pays ont également bénéficié, à des degrés divers, d'un gain de productivité associé à leur intégration au sein du système commercial mondial, à la fermeture d'entreprises publiques peu productives, à l'adoption des technologies occidentales et à la libéralisation des marchés financiers. Cette dernière a toutefois entraîné des excès, comme en ont témoigné la crise russe de 1998 et, plus récemment, l'éclatement du cycle du crédit dans certains de ces pays (cf. quatrième partie).

Enfin, il convient également de noter que de nombreux pays faisant partie de l'échantillon sont d'importants exportateurs de pétrole et de matières premières. C'est le cas de tous les pays d'Amérique centrale et du Sud et de la CEI, ainsi que de l'Indonésie, de la Malaisie, de l'Afrique du Sud, de l'Angola et de l'Iran. Les améliorations observées en matière de niveau de vie au cours de la dernière décennie sont à mettre en relation avec la flambée, désormais achevée, des cours du pétrole et des prix des matières premières. L'expérience semble indiquer que ces pays sont plus susceptibles de tomber dans le piège du revenu intermédiaire. Lorsque les prix des matières premières grimpent, ces pays enregistrent des augmentations salariales, une expansion des secteurs des biens et des services non échangeables et une forte croissance des exportations, mais aussi une baisse de leur niveau de diversification des exportations. À l'issue de cette flambée, leurs salaires plus élevés ne leur permettent plus de concurrencer les pays à faible revenu et ils ne peuvent pas non plus rivaliser avec les pays à haut revenu puisqu'ils ne sont pas passés à une production à plus forte valeur. En outre, ces pays sont bien moins intégrés dans les chaînes de valeur mondiales que certains pays émergents dont l'économie ne s'est pas reposée sur leurs ressources naturelles.

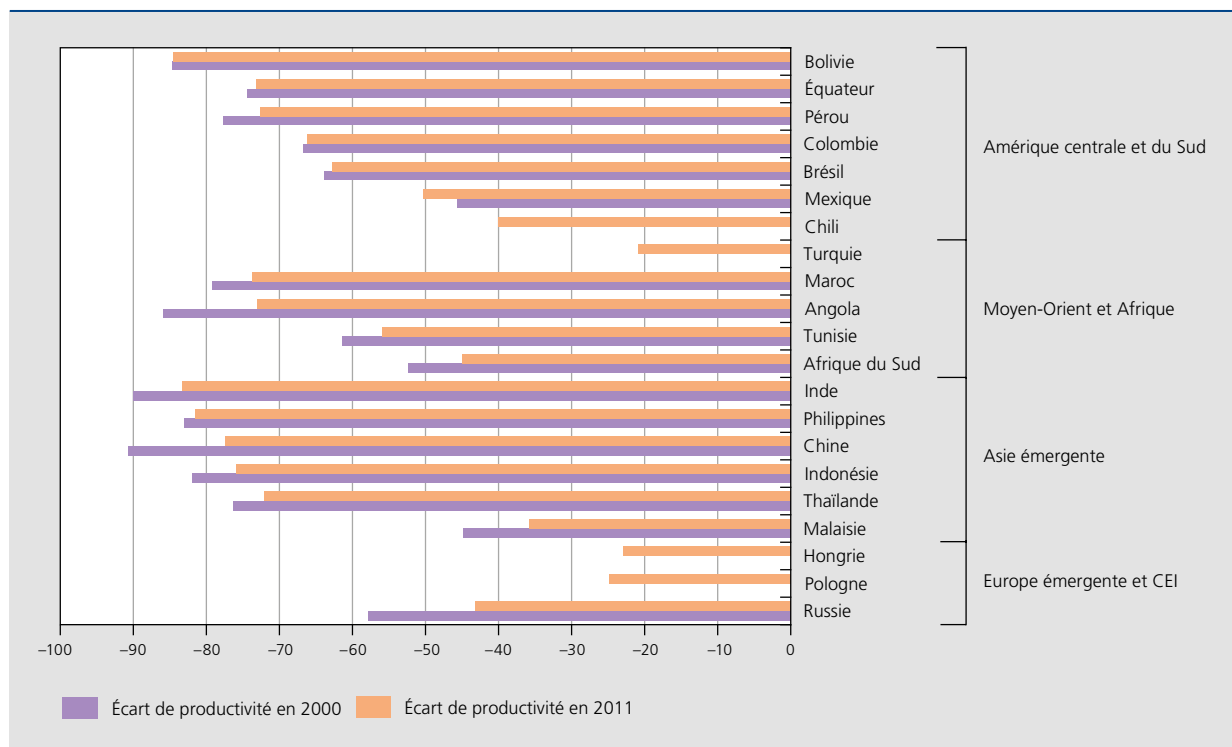
L'écart entre les économies émergentes et les économies avancées en matière de revenu par habitant peut se subdiviser en deux composantes: la première découle des différences d'utilisation de la main-d'œuvre et la seconde,

appelée écart de productivité, reflète les divers niveaux de productivité du travail. L'OCDE (2014) a constaté que l'épisode de forte croissance durant les années 2000, qui avait entraîné une certaine convergence des niveaux de PIB par habitant avec les membres de l'OCDE, était partiellement lié aux améliorations de l'utilisation de la main-d'œuvre (mesurée par le nombre de personnes occupées par rapport à la population totale), ainsi qu'au redressement qui a fait suite à l'instabilité et aux crises des années 1990. Les progrès réalisés au niveau du comblement de l'important écart de productivité vis-à-vis des pays de l'OCDE ont été nettement moins substantiels, comme le montre le graphique 13. Si on extrapole pour l'avenir le rythme de croissance de la productivité enregistré entre 2000 et 2011, la convergence avec les économies avancées est susceptible d'être un processus extrêmement long pour nombre d'économies émergentes.

Des études empiriques ont mis en lumière les déterminants importants de la croissance de la productivité et de la convergence réelle. Eichengreen et al. (2013) montrent que la croissance des pays dont une vaste proportion de la population possède une formation de l'enseignement secondaire et supérieur et qui exportent une large part de produits de haute technologie est moins susceptible

de revenir à des niveaux de revenu intermédiaire. En outre, ils constatent que les pays affichant un taux de dépendance élevé des personnes âgées, des taux d'investissement soutenus (qui peuvent conduire à de faibles rendements futurs du capital) et des taux de change réels sous-évalués (qui constituent un frein à une progression sur l'échelle technologique) sont davantage susceptibles de tomber dans le piège du revenu intermédiaire. Bulman et al. (2012) aboutissent à des conclusions similaires: les pays ayant échappé au piège du revenu intermédiaire ont expérimenté une transition structurelle rapide de l'agriculture à l'industrie, une hausse du capital humain et de l'innovation, une plus grande orientation vers les exportations et une stabilité macroéconomique accrue. Un autre point essentiel est la création de technologie par les entreprises domestiques (Cherif et Hasanov, 2015). Il s'ensuit que la croissance rapide et continue enregistrée dans les économies émergentes nécessitera des politiques proactives favorisant une transformation structurelle poussée et faisant émerger de nouveaux secteurs (Rodrik, 2011). Le gouvernement peut contribuer à mettre en place un environnement propice constitué d'éléments-clés tels que la stabilité macroéconomique, politique et sociale, un accroissement des dépenses en recherche et développement, des investissements publics appropriés

**GRAPHIQUE 13** ÉCARTS DE PRODUCTIVITÉ DU TRAVAIL DES ÉCONOMIES ÉMERGENTES PAR RAPPORT À LA MOYENNE DE L'OCDE  
(écart en pourcentage par rapport à la moyenne de l'OCDE du PIB par personne employée, PPA, dollars internationaux constants de 2011)



Sources: OCDE et calculs propres.

dans les infrastructures et le capital humain, un marché performant et un climat favorable aux affaires, mais celui-ci ne constitue pas à lui seul la solution miracle.

## 7. Facteurs démographiques

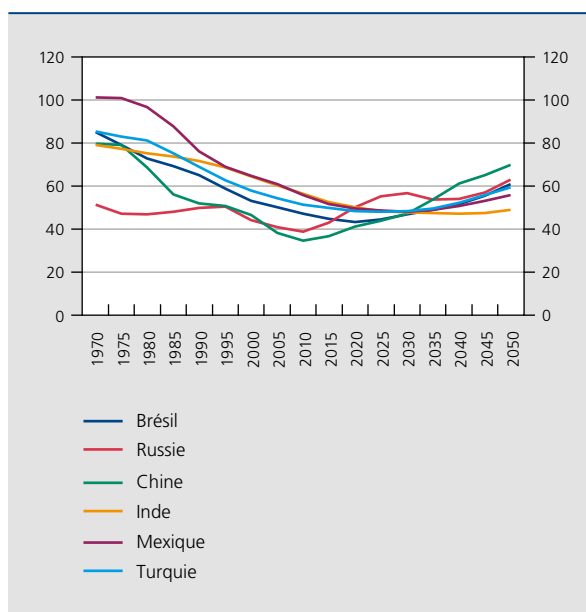
Le passage d'une économie à faible revenu à une économie à revenu intermédiaire, où on stimule la croissance en déplaçant la main-d'œuvre des secteurs à faible productivité vers des secteurs à productivité plus élevée, s'accompagne souvent d'une transition démographique au cours de laquelle les taux de fécondité chutent et l'espérance de vie moyenne s'allonge. Avant que des générations plus réduites de la population n'atteignent l'âge de travailler, une occasion démographique se présente lorsque la population active continue d'augmenter tandis que le taux de dépendance diminue. L'ajout de forces de travail est susceptible d'accélérer la croissance. Ce phénomène est qualifié de « dividende démographique », son ampleur étant tributaire de la capacité d'une économie d'absorber et d'employer de manière productive les travailleurs supplémentaires.

Un taux de dépendance inférieur contribue également à la croissance au travers du canal de l'épargne : dans la mesure où les travailleurs économisent alors que les personnes inactives ne le font pas, le taux d'épargne des ménages va grimper. Une hausse des économies se traduira par une baisse du coût du capital, laquelle sera susceptible d'accroître les taux d'investissement et de renforcer ainsi l'effet de stimulation de la croissance de la transition démographique. Une autre incidence positive pourrait venir de la réduction de la pression exercée sur les dépenses publiques allouées aux inactifs, mais cet effet sera plus faible dans les pays émergents ayant de maigres dispositifs de protection sociale.

Les six grandes économies émergentes examinées dans le graphique 14 ont toutes affiché un taux de dépendance en repli au cours des dernières décennies. Le cas de la Chine est assez spectaculaire et est le reflet, outre des facteurs naturels, de la mise en œuvre de la politique de l'enfant unique. Il convient également de mentionner que le dividende démographique a été un élément-clé dans l'essor des tigres asiatiques. Alors que de nombreuses économies émergentes continueront de profiter d'un tel dividende pendant un certain temps après 2015, la Russie (et toute la région de la CEI et de l'Europe émergente) et la Chine vont commencer à être confrontées aux défis du vieillissement. En Chine, on estime que la population active se contractera après 2015 et que des pénuries de main-d'œuvre devraient apparaître vers 2020. En revanche, l'Inde pourrait voir son dividende démographique se maintenir durant les 20 prochaines années.

### GRAPHIQUE 14 ÉVOLUTION DÉMOGRAPHIQUE DANS QUELQUES ÉCONOMIES ÉMERGENTES

(taux de dépendance global, perspectives basées sur un scénario médian)



Source : UN World Population Prospects 2015 update.

Comme cela a été mentionné dans la partie précédente, les recherches empiriques ont montré qu'un ralentissement économique était plus susceptible de survenir dans les pays affichant un taux de dépendance élevé des personnes âgées. Le vieillissement influence la taille de la population active non seulement par les départs effectifs à la retraite, mais aussi par le taux d'activité des personnes âgées (55-64 ans), qui est inférieur à celui des personnes les plus actives (25-54 ans). Comme les retraités sont remplacés par un nombre inférieur de nouveaux entrants, le risque de pénurie de main-d'œuvre qui s'ensuit va pousser les salaires à la hausse. L'urgence consiste donc plutôt à stimuler durablement la croissance de la productivité, grâce à la fois à une transition vers des secteurs économiques à plus grand contenu technologique et à l'innovation dans les pays dont l'âge de la population s'allonge. Ces recherches empiriques soulignent l'importance pour la Chine de rééquilibrer son économie avec succès, sous peine de vieillir avant de s'enrichir.

## Conclusion

Les pays émergents ayant représenté une part de l'économie mondiale presque aussi importante que les économies avancées en 2014, et compte tenu de l'interdépendance de plus en plus bilatérale entre ces deux groupes,



l'essoufflement de la croissance dans l'ensemble des économies émergentes exerce déjà une incidence significative sur l'économie mondiale par le jeu des liens commerciaux, des prix des matières premières, des marchés financiers et des effets de confiance. Le présent article a mis en évidence une série de facteurs structurels ayant participé à ce ralentissement. Ainsi, la détermination de la Chine à emprunter une trajectoire de croissance plus modérée et plus équilibrée depuis que l'aggravation des déséquilibres et des vulnérabilités a révélé les limites de trois décennies de croissance très rapide constitue une évolution majeure. Le rééquilibrage de la Chine a déjà eu des retombées négatives sur ses partenaires commerciaux et sur les pays exportateurs de matières premières. Cet élément complète le deuxième facteur explicatif, à savoir la forte baisse des prix de nombreuses matières premières, dont le pétrole, à la suite de l'interaction entre la faiblesse de la demande mondiale et l'ampleur des capacités existantes, ce qui met les pays producteurs sous pression en les incitant à réduire leurs investissements et leurs programmes de dépenses. Dans le même temps, certains pays d'Europe centrale et de l'Est éprouvent des difficultés à se remettre de l'éclatement de la bulle conjoncturelle alimentée par le crédit qui est survenu dans la foulée de la crise financière mondiale et s'est immédiatement propagé à cette région par l'intermédiaire des banques dominantes d'Europe occidentale. Enfin, l'évolution des chaînes de valeur mondiales, un facteur qui a contribué à l'essor de certains marchés émergents, en particulier la Chine, l'Asie de l'Est, l'Europe de l'Est et le Mexique, a marqué le pas, voire a reculé.

La nature plutôt structurelle des facteurs précités peut également expliquer pourquoi on anticipe un repli durable de la croissance dans les économies émergentes. Le rééquilibrage de l'économie chinoise est une caractéristique permanente, la chute des cours du pétrole et des prix des matières premières deviendra très probablement une grande composante persistante, et le processus de désendettement prend du temps. En outre, le présent article

a montré qu'il n'était pas rare que les économies émergentes traversent une longue période de faible croissance après une période prolongée d'expansion rapide. Le piège du revenu intermédiaire résulte le plus souvent d'une incapacité de maintenir des niveaux soutenus de croissance de la productivité dès lors que la partie aisée du processus de convergence par la voie de changements sectoriels est achevée et que la croissance de la productivité commence à être davantage tributaire de l'adoption de nouvelles technologies et de l'innovation. Au cours des années à venir, le vieillissement rapide de la population observé en Chine ainsi que dans les pays de la CEI et d'Europe centrale et de l'Est accentuera le risque de tomber dans le piège du revenu intermédiaire.

À l'avenir, la puissance du moteur de la croissance des pays émergents va s'affaiblir. De nombreuses incertitudes entachent toutefois les prévisions de tendances de la croissance à plus long terme. Il se peut que la transition vers un modèle de croissance plus équilibré en Chine ne suive pas toujours une trajectoire régulière et prévisible, comme l'ont prouvé les récents événements de l'été dernier, et qu'elle se répercute sur le reste du monde. Et, tandis que l'Europe centrale et de l'Est se remet toujours de son endettement excessif, d'autres économies émergentes sont apparemment à la traîne dans le cycle et accumulent encore des dettes plus rapidement que ne le justifient leurs performances en matière de croissance, ce qui les rend moins résistantes aux chocs extérieurs. Dans ce contexte de potentiel de croissance plus modéré et de hausse des vulnérabilités, les fondamentaux macroéconomiques des marchés émergents ne semblent plus aussi solides qu'ils ne l'étaient juste après la crise financière mondiale. Cette situation a contribué au changement récent du sentiment de marché, comme en témoignent les turbulences sur les marchés financiers et le ralentissement des flux de capitaux vers les économies émergentes. Il conviendra de renforcer les fondamentaux et d'accélérer d'autres réformes afin d'éviter de tomber dans le piège du revenu intermédiaire et de revenir à la volatilité des années 1980 et 1990.

## Bibliographie

Aiyar S., R. Duval, D. Puy, Y. Wu et L. Zhang (2013), *Growth slowdowns and the middle-income trap*, IMF Working Paper, WP/13/71, March.

Borin A. et M. Mancini (2015), *Follow the value added: Bilateral gross export accounting*, Banca d'Italia, Working Papers 1026, July.

Buelens C. (2013), « Découplés et résilients ? La transformation du rôle des pays émergents dans un monde interconnecté », BNB, *Revue économique*, 23–40, Septembre.

Bulman D., M. Eden et H. Nguyen (2014), *Transitioning from low-income growth to high-income growth: is there a Middle Income Trap?*, World Bank group, Policy Research Working Paper 7104, November.

Cherif R. et F. Hasanov (2015), *The leap of the tiger: How Malaysia can escape the middle-income trap*, IMF Working Paper, WP/15/131, June.

Constantinescu C., A. Mattoo and M. Ruta (2015), *The global trade slowdown: Cyclical or structural?*, IMF Working Paper, WP/15/6, January.

Dhyne E. et C. Duprez (2015), « La crise a-t-elle modifié l'ADN de l'économie belge ? », BNB, *Revue économique*, Septembre.

Di Stefano E. et D. Marconi (2015), *Assessing potential growth in emerging countries after the global financial crisis*, Banca d'Italia, occasional paper 256, January.

Dorrucci E., G. Pula et D. Santabàrbara (2013), *China's economic growth and rebalancing*, ECB, Occasional Paper 142, February.

Duprez C. (2014), « Création de valeur à l'exportation. Un diagnostic de la Belgique », BNB, *Revue économique*, 25–39, Septembre.

EBCI (2012), *Working group on NPLs in Central, Eastern and South-eastern Europe*, Vienna Initiative, March.

EBCI (2014), *Credit guarantee schemes for SME lending in Central, Eastern and South-Eastern Europe*, report by the Vienna Initiative Working Group on Credit Guarantee Schemes, November.

ECB (2015), « Understanding the weakness in world trade », *Economic Bulletin Issue 3*, 1–10.

Eichengreen B, D. Park et K. Shin (2013), *Growth slowdowns redux: New evidence on the middle-income trap*, NBER Working Paper 18673, January.

Ferrarini B., J. E. Zveglich et D. Hummels, (2014), « Asia in global value chains », Asian Development Outlook 2014 update, 35–80.

Gauvin L. et C. Rebillard (2015), *Towards recoupling? Assessing the global impact of a Chinese hard landing through trade and commodity price channels*, Banque de France, Document de travail 562.

Husain A., R. Arezki, P. Breuer, V. Haksar, T. Helbling, P. Medas, M. Sommer et IMF Staff team (2015), *Global implications of lower oil prices*, IMF staff discussion note, SDN/15/15, July.

IMF (2014a), *Regional economic issues, Central, Eastern, and Southeastern Europe*, April.

IMF (2014b), *IMF: Spillover report*, June.

IMF (2014c), *Global financial stability Report*, April.

IMF (2015a), *Regional economic outlook update, Middle East and Central Asia, learning to live with cheaper oil amid weaker demand*, January.

IMF (2015b), *Regional economic issues, Central, Eastern, and Southeastern Europe*, May.

IMF (2015c), *People's republic of China: staff report for the 2015 article IV consultation*, July.

IMF (2015d), *World economic outlook*, April.

International Energy Agency (2015), *Oil market report*, August

Kowalski P., J. Lopez-Gonzalez, A. Ragoussis et C. Ugarte (2015), *Participation of developing countries in global value chains: Implication for trade and trade-related policies*, OECD Trade Policy Papers 179.

Liu Y. et C. B. Rosenberg (2013), *Dealing with private debt distress in the wake of the European financial crisis: A review of the economics and legal toolbox*, IMF Working Paper, WP/13/44, February.

OECD (2014), *Perspectives on global development 2014: Boosting productivity to meet the middle-income challenge*.

OECD (2015), *Economic surveys China*, March.

Ollivaud P., E. Rusticelli et C. Schwellnus (2014), *Would a growth slowdown in emerging markets spill over to high-income countries?: A quantitative assessment*, OECD Economics Department, Working Paper 1110.

Rodrik D. (2011), *The future of economic convergence*, NBER Working Paper 17400, August.

Zhuang J., P. Vandenberg et Y. Huang (2012), *Growing beyond the low-cost advantage: How the People's Republic of China can avoid the middle-income trap*, Asia Development Bank, October.

|      |  |
|------|--|
| BRI  | Banque des règlements internationaux                                   |
| CCE  | Conseil central de l'économie  |
| CDS  | Credit default swap  |
| CE   | Commission européenne  |
| CGER | Caisse générale d'épargne et de retraite                               |
| CSF  | Conseil supérieur des finances   |
| DGS  | Direction générale Statistiques  |
| ECB  | European Central Bank  |
| EAPP | Extended Asset Purchase Programme – Programme étendu d'achats d'actifs |
| EFT  | Enquête sur les forces de travail                                      |
| ETF  | Exchange-traded funds  |
| FESF | Fonds européen de stabilité financière                                 |
| FFE  | Fonds de fermeture des entreprises                                     |
| FMI  | Fonds monétaire international  |
| GIMV | Gewestelijke Investeringsmaatschappij voor Vlaanderen                  |
| ICN  | Institut des comptes nationaux   |
| IFM  | Institution financière et monétaire                                    |
| IMD  | Institute for Management Development                                   |
| IMF  | International Monetary Fund  |
| IPC  | Indice des prix à la consommation                                      |
| IPCH | Indice des prix à la consommation harmonisé                            |
| IPP  | Impôt des personnes physiques  |
| ISBL | Institution sans but lucratif  |
| KfW  | Kreditanstalt für Wiederaufbau   |
| MCE  | Mécanisme de change européen   |
| MES  | Mécanisme européen de stabilité  |
| MIR  | Monetary financial institutions interest rates                         |
| MRO  | Main Refinancing Operation   |
| OCDE | Organisation de coopération et de développement économiques            |
| OIS  | Overnight index swap   |
| OMT  | Opération monétaire sur titres   |
| ONEM | Office national de l'emploi  |
| OPEP | Organisation des pays exportateurs de pétrole                          |
| PIB  | Produit intérieur brut   |
| PME  | Petites et moyennes entreprises  |
| PNB  | Produit national brut  |
| QEP  | Quantitative Easing Policy   |
| QQE  | Qualitative and Quantitative Easing                                    |

|       |  |
|-------|--|
| REIT  | Real Estate Investment Trust                         |
| RCC   | Resolution and Collection Corporation                |
| SCAP  | Supervisory Capital Assessment Program               |
| SEBC  | Système européen de banques centrales                |
| SEC   | Système européen des comptes                         |
| SME   | Système monétaire européen                           |
| S&P   | Standard and Poor's                                  |
| SPF   | Service public fédéral                               |
| TIC   | Technologies de l'information et de la communication |
| TLTRO | Targeted Longer-Term Refinancing Operation           |
| TVA   | Taxe sur la valeur ajoutée                           |
| UEM   | Union économique et monétaire                        |
| VAR   | Vecteur autorégressif                                |
| VIX   | Volatility Index                                     |
| VIPO  | Veufs, invalides, pensionnés et orphelins            |
| VLTRO | Very Long-Term Refinancing Operation                 |
| ZIRP  | Zero Interest Rate Policy                            |