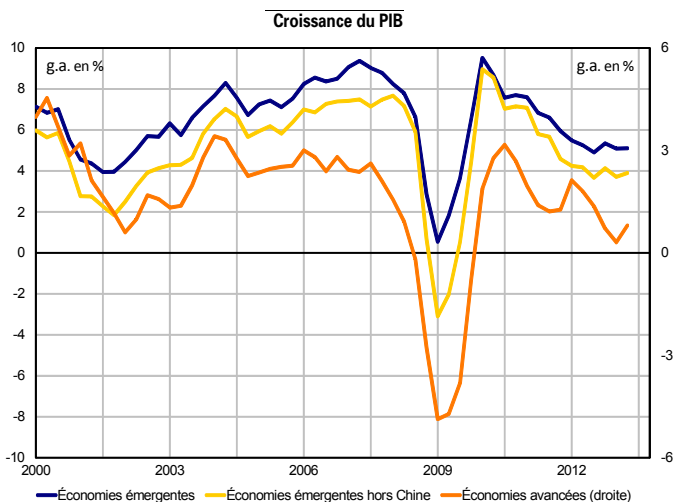


Économies émergentes : vers une croissance durablement moins soutenue qu'avant crise

- L'activité des économies émergentes a sensiblement ralenti depuis 2011 alors qu'elle avait relativement bien résisté à la crise financière. La mise en place de mesures de relance en 2009 avait permis un rebond de leur activité en 2010, qui a toutefois commencé à croître plus faiblement dès 2011. La croissance s'est située aux alentours de 5,5 % sur la période 2011-2012 contre 7,5 % sur 2003-2007.
- Ce ralentissement résulte pour partie de facteurs conjoncturels, à la fois internes et externes. La demande intérieure a été particulièrement faible, alors que l'environnement extérieur s'est dégradé, avec une chute des exportations, essentiellement en raison de la moindre demande des économies avancées. Des facteurs structurels ont également joué dans ce ralentissement. La croissance potentielle des économies émergentes aurait diminué, du fait à la fois des évolutions démographiques et du stock de capital, mais aussi d'un ralentissement des gains de productivité induit par l'épuisement progressif du processus de rattrapage vis-à-vis des économies avancées.
- Les marges de manœuvre des économies émergentes pour soutenir l'activité à court terme apparaissent limitées. Dans un contexte de finances publiques dégradées, des pays comme l'Inde, le Brésil et l'Afrique du Sud ne semblent pas disposer de grandes disponibilités pour soutenir l'activité *via* une relance budgétaire. De même, les marges de manœuvre monétaires pour soutenir l'activité semblent avoir été pour une grande partie employées.
- Les modèles de croissance des économies émergentes tendent désormais à être moins dépendants des économies avancées. Alors que la part des exportations à destination des économies avancées était déjà orientée à la baisse depuis le début des années 2000, cette tendance s'est amplifiée depuis la crise. De plus, la crise a eu pour effet, *via* la baisse des exportations, de donner davantage de poids à la demande intérieure dans le PIB des émergents.
- La croissance des principales économies émergentes devrait tendanciellement diminuer tout en restant soutenue, en lien avec une baisse de leur croissance potentielle, en particulier pour la Chine. Les économies émergentes devraient mettre en œuvre des réformes importantes pour soutenir leur croissance potentielle, articulées autour de deux axes : i) en Chine, rééquilibrer la croissance vers davantage de consommation privée ; ii) pour les autres, faire face au déficit structurel d'investissement qui pèse sur l'offre et pénalise la croissance.



Source : Nationales (données trimestrielles) ; calculs auteurs.

1. La croissance des économies émergentes s'est essouffée sur la période qui a suivi la crise

1.1 Même si la croissance dans les économies émergentes a plutôt bien résisté à la crise, celle-ci a nettement diminué à partir de 2011

Les économies émergentes ont fait preuve d'une certaine résilience durant la crise de 2008/2009 et ont rebondi en 2010 (cf. Graphique de couverture)¹. Lors de la récession mondiale de 2008-2009, leur activité a nettement ralenti, mais sans pour autant enregistrer de contraction substantielle, à la différence des économies développées. La mise en place de mesures de relance importantes a largement contribué à la reprise de la croissance mondiale en 2010. Ce soutien a été particulièrement important en Chine, avec un plan de relance massif (environ 12 points de PIB sur 27 mois), qui a engendré des effets d'entraînements importants sur l'ensemble de l'économie mondiale.

Après le rebond de 2010, des signes de ralentissement de l'activité sont apparus dans les économies émergentes à partir de 2011, avant donc le retournement des flux de capitaux de 2013. Leur croissance n'a en effet cessé de diminuer, passant de +8,4 % en 2010, à +6,7 % en 2011, +5,3 % en 2012 et +5,1 % aux deux premiers trimestres 2013. Ce ralentissement de l'activité concerne l'ensemble des principales économies émergentes et la croissance agrégée se situe désormais nettement en deçà de son niveau d'avant crise (+7,8 % entre 2003-2007).

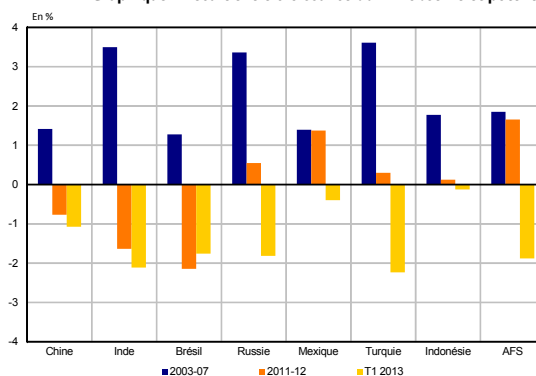
Les dernières informations conjoncturelles disponibles ne montrent pas d'inflexion notable de la tendance. Les économies émergentes se sont caractérisées globalement par une poursuite du ralentissement au 3^{ème} trimestre 2013 : +2,2 % au Brésil après 3,3 % au T2, +1,8 % en Afrique du Sud après +2,3 %, +1,3 % au Mexique après +1,6 %, +1,2 % en Russie après +1,2 % au T2. En revanche, la Chine, la Corée et l'Inde ont surpris par le rebond de leur croissance au T3 (+7,8 % après 7,5 % au T2 pour la Chine, +3,3 % après 2,3 % pour la Corée et +4,8 % après 4,4 % pour l'Inde). Enfin, les premières informations disponibles laissent entrevoir un léger rebond de l'activité au 4^{ème} trimestre 2013, les indices PMI (*Purchase Manager Index*) étant mieux orientés dans plusieurs pays (Inde, Chine, Brésil, Corée), à l'exception de l'Afrique du Sud.

Cette tendance au ralentissement de l'activité alimente des doutes sur la pérennité de leurs modèles de croissance. Les inquiétudes quant au ralentissement des achats de titres par la Fed, ainsi que la publication de chiffres de croissance décevants pour le 1^{er} trimestre 2013 ont ainsi conduit à une recrudescence des tensions financières entre fin mai et fin juin (chute des marchés actions, hausse des *spreads* souverains, dépréciation de la devise) dans certaines grandes économies émergentes (notamment Brésil, Inde, Afrique du Sud). Ces tensions financières se sont ensuite poursuivies durant plusieurs semaines en raison des craintes des investisseurs en ce qui concerne la fin du *quantitative easing* américain. Les inquiétudes des investisseurs ont également été exacerbées par la montée des tensions politiques et sociales (en particulier au Brésil, en Turquie et en Afrique du Sud), qui pose la question de la stabilité institutionnelle.

1.2 Après une période de surchauffe, la croissance actuelle des économies émergentes serait en-dessous de son potentiel (part conjoncturelle du ralentissement)

La croissance des économies émergentes depuis 2011 se situerait dans l'ensemble en-deçà de son potentiel², après avoir été nettement au-dessus avant crise (cf. Graphique 1). Cette croissance supérieure au potentiel dans les années 2003-2007 aurait principalement résulté (i) d'une forte dynamique du crédit dans les économies développées alimentant de ce fait une forte demande adressée aux émergents et soutenant leurs exportations, et (ii) une vigueur du crédit domestique. La croissance dans les économies émergentes est restée vigoureuse en 2010-2011 (6,8 % en moyenne), principalement du fait des plans de relance budgétaire lancés en 2009 et de l'assouplissement monétaire pratiqué par la plupart des pays émergents. Néanmoins, l'inflation dépassant les cibles des Banques centrales et la croissance à des niveaux supérieurs à son potentiel en 2010-2011 indiquent un phénomène de surchauffe dans plusieurs pays, comme l'Inde, le Brésil et la Turquie. En revanche, les dernières estimations de l'OCDE³ indiquent que l'activité en Chine évolue en 2013 en ligne avec les fondamentaux de l'économie, tandis que la croissance dans les autres grands pays émergents (Inde, Brésil, Indonésie, Mexique) serait en deçà de son potentiel.

Graphique 1 : écart entre croissance du PIB observé et potentiel



Source : OCDE.

1.3 La croissance potentielle semble dans le même temps s'affaiblir (part structurelle du ralentissement)

Si le débat sur les parts conjoncturelle et structurelle de ce ralentissement est toujours ouvert, un consensus semble apparaître sur la baisse de la croissance potentielle dans les grands émergents. Dans une estimation encore préliminaire dans les Perspectives économiques d'automne 2013, le FMI estime que la croissance potentielle des économies émergentes pourrait se situer en moyenne autour de 3,5 % sur 2013-2017 contre 4 % sur 1990-2012. La part structurelle du ralentissement serait particulièrement forte en Afrique du Sud et en Chine (-2 points de croissance sur 2013 par rapport au potentiel sur 2000-2011) et atteindrait 1 point en Inde et 0,5 point au Brésil. Dans le cas indien, le ralentissement de l'activité a été initié par l'essouffement de l'investissement, lui-même la conséquence d'insuffisances structurelles (déficit d'infrastructures principale-

(1) Le champ géographique retenu est le suivant : Économies avancées (États-Unis, Zone euro, Royaume-Uni et Japon) ; Économies émergentes (Chine, Inde, Corée du sud, Indonésie, Thaïlande, Brésil, Mexique, Argentine, Chili, Russie, Turquie, République Tchèque, Pologne, Ukraine et Afrique du Sud). Les deux agrégats représentent trois quarts du PIB mondial.

(2) Selon les calculs de l'OCDE, (2013), "Long-term Baseline Projections", *Economic Outlook* No. 93, juin.

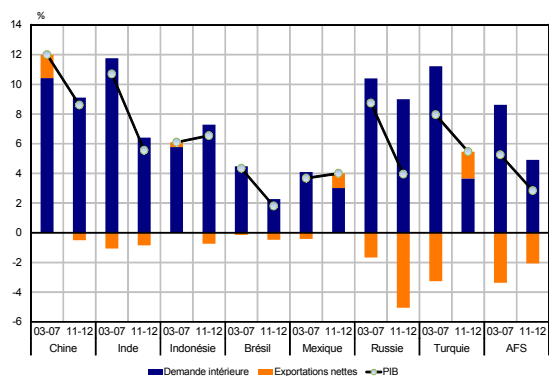
(3) « Indicateurs composites avancés de l'OCDE », Paris, 9 octobre 2013.

ment). Le gouvernement indien a d'ailleurs revu à la baisse son estimation de croissance potentielle du pays : de 8 % il a deux ans à 6,5 % en 2013. Enfin, le vieillissement de la population, la hausse du coût du capital, ainsi que l'épuisement des gains de productivité liés à la réallocation sectorielle des facteurs, semblent conduire à une croissance durablement plus faible en Chine (la plupart des analystes tablent sur une croissance de long terme d'environ 6 %).

1.4 Ce ralentissement depuis 2011 est à lier à des facteurs internes et externes

Depuis 2011, la demande intérieure a ralenti, en particulier en Inde, au Brésil, en Turquie et en Afrique du Sud. La décomposition de la croissance, entre demande intérieure et exportations nettes, des principales économies émergentes montre que le ralentissement de l'activité depuis 2011, en comparaison à la période pré-crise, s'explique en premier lieu par un essoufflement de la demande intérieure (cf. Graphique 2). Si ce phénomène semble avoir touché l'ensemble des grandes économies émergentes (hormis l'Indonésie), celui-ci a toutefois été plus prononcé en Inde, en Turquie, en Afrique du Sud et au Brésil. Ce ralentissement résulte de plusieurs facteurs : i) En Inde, en Turquie⁴, en Russie et surtout en Afrique du Sud, le net ralentissement du crédit sur la période post-crise a pesé sur la consommation et l'investissement privés ; ii) Au Brésil et en Inde, l'investissement privé a particulièrement marqué le pas, subissant vraisemblablement les effets néfastes des goulets d'étranglement croissants côté offre (problèmes d'infrastructures énergétiques et de transport notamment)⁵.

Graphique 2 : taux de croissance annuel moyen du PIB et contributions des exportations nettes et de la demande intérieure



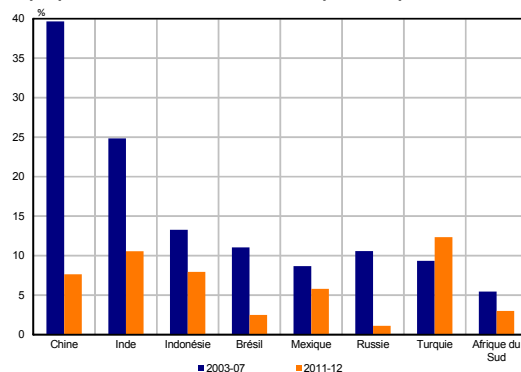
Source : Nationales et Banque mondiale (données en volume) ; calculs auteurs.

Le ralentissement des exportations explique aussi cette moindre croissance du PIB, en particulier pour les économies tournées plutôt vers l'extérieur, comme la Chine et la Russie. Dans ces deux économies, le reflux de la croissance dans la période post-crise s'explique quasi intégralement par la chute de la contribution des exportations

nettes. L'impact est considérable en raison de l'ampleur du ralentissement des exportations (cf. Graphique 3), essentiellement en raison de la moindre demande des économies avancées et du poids très important (environ 45 %) des exportations dans le PIB de ces deux économies. Cette évolution des exportations sur la période post-crise concerne l'ensemble des grandes économies émergentes (hormis la Turquie mais pour des raisons exceptionnelles⁶). Dans le cas de la Russie, depuis fin 2012/début 2013 la croissance a montré des signes de faiblesse plus marqués également en raison du net ralentissement de l'investissement. Dans l'ensemble des économies émergentes, le net repli des revenus issus des exportations (cf. *infra*) a de plus très probablement engendré des effets d'entraînements négatifs sur le dynamisme de la consommation et de l'investissement privé. Enfin, l'appréciation des devises émergentes entre 2009 et 2011 a accentué la baisse des revenus de l'exportation dans des pays comme le Brésil, la Russie, ou bien l'Afrique du Sud, compte tenu de la facturation majoritairement en dollars de leur commerce de matières premières.

L'Indonésie et le Mexique ont toutefois davantage résisté au ralentissement depuis 2011. Concernant l'Indonésie, la demande intérieure a été légèrement plus dynamique grâce à une accélération du crédit dans un contexte peu contraint côté offre. De plus, les exportations ont moins ralenti que dans les autres principales économies émergentes, notamment car le secteur exportateur indonésien a bénéficié de la relative bonne tenue des exportations vers le Japon⁷, le premier partenaire commercial de l'Indonésie. S'agissant du Mexique, si à l'instar des autres principales économies émergentes, la demande intérieure a fléchi, la baisse a été relativement limitée en raison de la bonne tenue du crédit. Mais surtout, comme l'Indonésie, le ralentissement des exportations a jusqu'à présent été plutôt limité en raison cette fois-ci du bon redémarrage des exportations vers les États-Unis, dont l'économie mexicaine est très largement dépendante.

Graphique 3 : taux de croissance annuel moyen des exportations en volume



Source : Banque mondiale ; calculs auteurs.

2. Les marges de manœuvre pour soutenir l'activité à court terme sont limitées

2.1 Une capacité budgétaire limitée en dépit d'une situation globalement saine...

En réponse à la crise internationale de 2008-2009, les économies émergentes se sont engagées dans des politiques budgétaires expansionnistes. Grâce à des

politiques budgétaires plus rigoureuses que par le passé, les autorités des économies émergentes ont pu acquérir dans les années 2000 une plus grande capacité de réaction pour soutenir l'activité, lorsque la crise s'est déclenchée en 2008-2009. Ainsi, le déficit budgétaire des émergents s'est consi-

(4) Le crédit a repris en Turquie depuis la fin 2012.

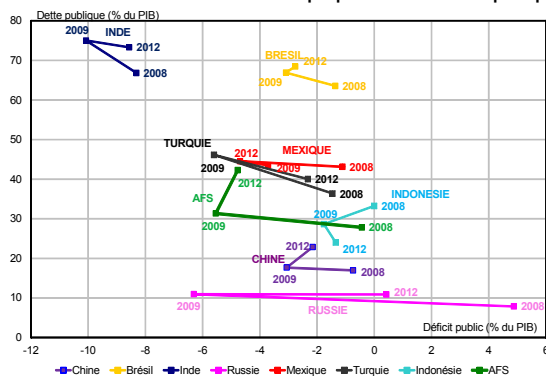
(5) Dans ces pays, en comparaison à la période pré-crise, le dynamisme de la production industrielle a diminué de manière substantielle sur la période post-crise, ce qui a pesé sur les profits des entreprises et *in fine* sur leurs investissements.

(6) Les exportations ont en effet enregistré une croissance extrêmement forte en 2012 (+17 %), en grande partie en raison de l'envolée des exportations d'or vers l'Iran pour acheter du pétrole.

(7) En lien avec les multiples mesures de soutien à la demande domestique nipponne.

dérablement creusé en 2009, pour passer, en agrégé, d'un relatif équilibre à un déficit de 4,5 % du PIB, en raison notamment des plans de relance et de la chute des prix des matières premières. Ainsi, le programme de relance des autorités chinoises a creusé le déficit budgétaire de 0,7 % du PIB en 2008 à 3,1 % en 2009 (cf. Graphique 4). Les finances publiques des pays exportateurs de matières premières ont été davantage affectées en raison de la chute des cours mondiaux des matières premières. La Russie a ainsi vu son excédent budgétaire passer de +4,9 % du PIB en 2008 à un déficit de -6,3 % en 2009, le Chili de +4,1 % à -4,1 % et l'Afrique du Sud de -0,5 % à -5,3 %. Après un resserrement budgétaire en 2010 et 2011, la plupart des autorités des économies émergentes ont ralenti en 2012 la consolidation budgétaire, pour faire face à un nouveau ralentissement de l'activité. En revanche, d'autres pays comme l'Inde où la situation budgétaire s'est particulièrement dégradée ont été contraints de mettre en place une politique budgétaire restrictive (avec 4,8 % du PIB, le déficit pour l'année budgétaire 2012/2013 a même été inférieur à la cible de 4,9 % ; cette performance a été rendue possible grâce à une forte réduction des subventions énergétiques mais aussi un report de dépenses d'investissements, ce qui ne sera pas sans conséquence sur le potentiel de l'économie indienne).

Graphique 4 : déficit et dette publique



Source : FMI.

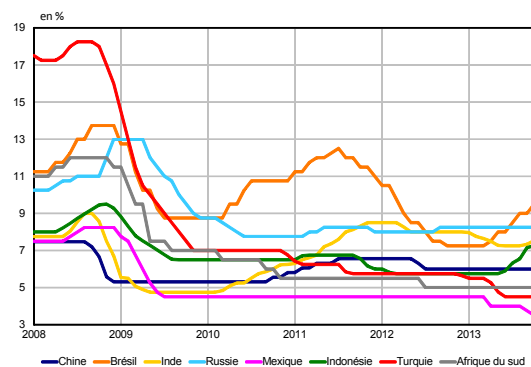
Au final, et en dépit de situations plus ou moins favorables, les marges de manœuvre budgétaires des économies émergentes apparaissent désormais limitées. Ce contexte de dette et déficit élevés, limite fortement la capacité de l'Inde et dans une moindre mesure du Brésil et de l'Afrique du Sud à soutenir massivement l'activité par la politique budgétaire. Quant aux économies dont les finances publiques apparaissent confortables, elles restent néanmoins vulnérables, en partie du fait d'engagements hors bilans difficiles à apprécier (par exemple risque de surendettement des collectivités locales en Chine et de ses répercussions sur le secteur bancaire). Enfin, la plupart des économies émergentes devront faire face à moyen et long termes à des contraintes de plus en plus importantes avec l'accroissement des dépenses sociales.

2.2 ...et une politique monétaire de plus en plus contrainte

La crise financière internationale a poussé les banques centrales à utiliser pleinement leurs marges de manœuvre monétaires. Afin de relancer une activité en berne, les économies émergentes ont entamé un important processus d'assouplissement monétaire fin 2008/début 2009. Celui-ci a été caractérisé par une diminution significative des taux courts des Banques centrales, atteignant la plupart du temps des niveaux historiquement très bas (cf. Graphique 5). Avec les premiers signes de redressement de l'activité en

2010, mais aussi des tensions inflationnistes (dans le sillage du rebond des cours des principales matières premières), plusieurs banques centrales ont resserré les conditions monétaires (le Brésil +375 pdb, la Chine +125 pdb, l'Inde +50 pdb, l'Indonésie +25 pdb). Elles les ont assouplies de nouveau à partir de mi-2011, dans un contexte de ralentissement prolongé de l'activité (l'Inde étant la seule exception). Début 2013, les taux directeurs des Banques centrales des principales économies émergentes s'établissent à des niveaux historiquement très bas, proches de ceux observés fin 2009.

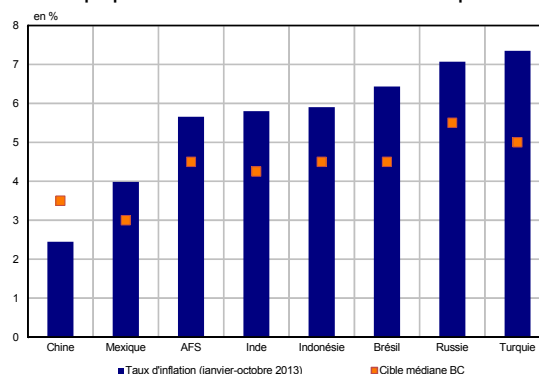
Graphique 5 : taux directeurs



Source : Nationales ; dernier point : novembre 2013.

La période récente est caractérisée par une nouvelle poussée des tensions inflationnistes, limitant la capacité des Banques centrales à soutenir l'activité. Hormis la Chine, les grandes économies émergentes font face depuis début 2013 à une hausse de l'inflation, celle-ci se situant nettement au-dessus de la cible médiane des Banques centrales (cf. Graphique 6). Ces pressions inflationnistes reflètent généralement l'accélération des prix alimentaires, dont le poids dans le panier de consommation moyen des économies émergentes est nettement plus important que dans les économies avancées. Mais cette hausse de l'inflation se fait aussi dans un contexte de goulots d'étranglements croissants (retard dans le développement des infrastructures de transport et énergétiques), qui conduisent à accroître l'inflation dans plusieurs pays comme au Brésil et en Inde, et dans une moindre mesure en Russie, en Turquie et en Afrique du Sud.

Graphique 6 : taux d'inflation et inflation cible des Banques centrales



Source : Nationales.

Les marges de manœuvre des Banques centrales sont par ailleurs réduites par les fortes sorties de capitaux sur la période récente. Les craintes relatives à une fin plus précoce que prévue du *quantitative easing* américain ont conduit à une recrudescence des tensions financières fin mai/début juin 2013, avec pour conséquence notamment la nette dépréciation des devises émergentes en flottage. Cette situation a incité certaines autorités monétaires à retirer leurs

mesures de contrôles aux entrées de capitaux (en particulier au Brésil). Elle a également poussé la plupart des banques centrales à intervenir sur le marché des changes afin de limiter la dépréciation de leur monnaie.

Dans ce contexte, les autorités monétaires des économies émergentes font face à un dilemme difficile entre soutien à la croissance d'un côté et lutte contre l'inflation et les sorties de capitaux de l'autre. Pour l'instant, de nombreuses banques centrales ont fait le choix de durcir les conditions de financement afin de lutter contre l'inflation,

à l'instar du Brésil, de l'Indonésie, de l'Inde, de la Russie et de la Turquie, tandis que les autres, à ce stade, ont gardé leur principal taux directeur inchangé.

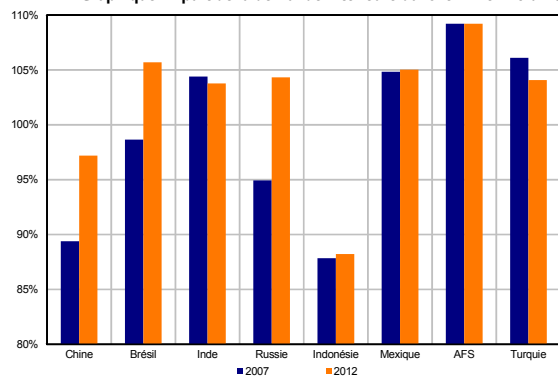
Malgré des pressions inflationnistes relativement moindres, la Banque centrale chinoise ne devrait pas rendre les conditions monétaires plus accommodantes, compte tenu de la dynamique excessive du crédit, de la dégradation de la qualité des créances bancaires et des risques de bulle sur certains prix d'actifs, notamment immobiliers.

3. Les modèles de croissance des économies émergentes tendent à être moins dépendants des économies avancées

3.1 Une croissance davantage orientée vers la demande intérieure...

La crise de 2008-2009 a eu pour effet, *via* la forte baisse des exportations vers les économies avancées, de donner davantage de poids à la demande intérieure dans le PIB dans les grandes économies émergentes (cf. Graphique 7). La moindre demande en provenance des principales économies avancées a mécaniquement conduit à une nette réduction de la contribution des exportations à la croissance des économies émergentes. La Chine, la Russie, et le Brésil ont été les économies les plus affectées par le fléchissement des exportations. En Indonésie, Mexique et Turquie, le ralentissement des exportations a été assez peu important. En Inde et Afrique du Sud, le moindre dynamisme des exportations a été compensé par celui de la demande intérieure.

Graphique 7 : part de la demande intérieure dans le PIB en volume



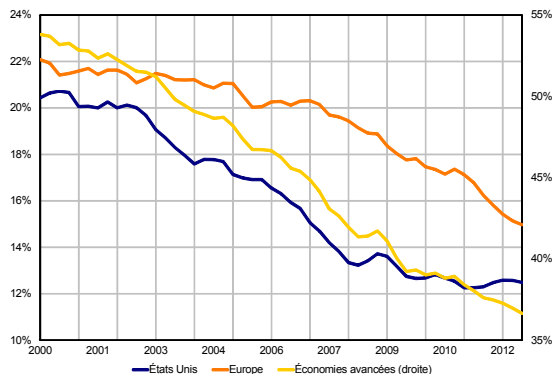
Source : Banque mondiale ; calculs auteurs.

Le rééquilibrage de la croissance des économies émergentes vers leur demande intérieure pourrait s'avérer être un phénomène persistant à moyen/long terme, du fait du caractère potentiellement durable de la moindre demande en provenance des économies avancées, mais également du développement propre de la demande intérieure.

3.2 ...et des échanges commerciaux moins centrés sur les économies avancées

Le poids des exportations totales des économies émergentes à destination des principales économies avancées est orienté à la baisse depuis le début des années 2000, une tendance qui s'est amplifiée depuis la crise. Celle-ci est en effet passée d'un peu plus de la moitié en 2000 à un peu moins de la moitié en 2007, avant de passer à un peu plus d'un tiers en 2012 (cf. Graphique 8). La tendance est similaire concernant les importations.

Graphique 8 : part des exportations en valeur des économies émergentes à destination des économies avancées



Source : FMI (moyenne mobile 3 trimestres) ; calculs auteurs.

Cette moindre exposition commerciale aux économies avancées est en partie liée à l'accroissement de l'intégration entre émergents, avec comme point d'ancrage l'Asie et en premier lieu la Chine. Si la baisse de l'exposition commerciale des principales économies émergentes aux avancées est en partie une conséquence de l'essoufflement de la demande intérieure chez ces dernières, elle reflète aussi et surtout une tendance de fond qui est l'approfondissement de l'intégration commerciale entre les marchés émergents. Ce phénomène se traduit de deux manières.

- **Tout d'abord par une hausse de l'intégration intra régionale, essentiellement en Asie émergente.** Les relations commerciales entre pays asiatiques émergents se sont davantage intégrées avec la levée progressive des barrières douanières et dans un contexte de montée en puissance des géants de la région (Inde et surtout Chine)⁸. L'évolution la plus notable concerne l'Indonésie, qui a vu son exposition aux exportations de la région enregistrer une hausse de 17 points entre 2000 et 2012.
- **Ensuite, la moindre dépendance commerciale des économies émergentes aux avancées reflète aussi une hausse du commerce inter-régional entre émergents.** Par exemple, alors que l'exposition du Brésil aux économies avancées et à la région latino-américaine a assez nettement diminué depuis le début de la décennie, les échanges ont fortement progressé avec la Chine, l'exposition des exportateurs brésiliens au marché chinois passant de 2 % à 17 % entre 2000 et 2012. La Chine est ainsi devenue dès 2009 le principal partenaire commercial du Brésil, devant les États-Unis. L'exposition commerciale à la Chine a également fortement progressé pour d'autres économies émergentes, en premier lieu

(8) Il convient pourtant d'être prudent dans l'interprétation des chiffres du commerce régional en Asie. En raison de l'internationalisation de la chaîne de production et de la segmentation de la production, une certaine partie des exportations entre les pays asiatiques ont néanmoins comme destination finale les pays développés.

celles exportatrices de matières premières comme le Chili (de 5 % à 24 %), l'Argentine (de 3 % à 8 %) ou encore l'Afrique du Sud (de 1 % à 12 %). En revanche, la Russie

reste essentiellement dépendante du commerce de la zone euro.

Encadré 1 : Le processus de rattrapage et la croissance des économies émergentes

Le modèle de croissance néoclassique, développé par Robert Solow^a en 1956, attribue la croissance économique à l'accumulation de capital et au progrès technique. Par ailleurs, le modèle explique la croissance des pays relativement plus pauvres par un processus de rattrapage vis-à-vis des économies avancées (l'hypothèse de convergence). Ainsi, moins le niveau du PIB/tête est élevé, plus le taux de croissance attendu serait important. Selon le modèle néoclassique, l'importation de nouvelles technologies des pays avancés conduirait à une hausse de la productivité du capital, ce qui devrait attirer des capitaux étrangers. De ce fait, le taux d'investissement, moteur principal de la croissance chez Solow, peut demeurer durablement élevé, en dépit de la décroissance relative de la productivité marginale du capital, soutenant une croissance économique plus dynamique. Ainsi, on se dirige vers une convergence de long terme, où, pour un taux d'investissement donné, les pays qui sont loin de leur équilibre ou état stationnaire vont croître plus vite que les autres.

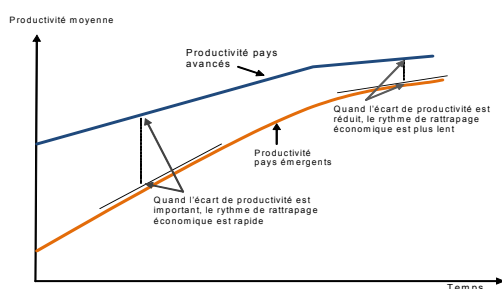
Cette théorie repose sur l'hypothèse que tous les pays sont identiques (à l'exception de leur intensité de départ en capital). Des différences en ce qui concerne la propension à épargner, l'accès à la technologie, la dynamique de la population etc. attachent au processus de convergence un caractère conditionnel, comme l'a souligné Robert Barro (1991)^b. Le processus de convergence tel que décrit par R. Solow est représenté dans le graphique 9 ci-dessous.

Le graphique 10 retrace le processus de rattrapage en termes de PIB/tête PPA pour les BRICs (Brésil, Russie, Inde, Chine). Si la convergence a été particulièrement importante en Chine et en Russie, à partir de 2001-2002, elle est moins marquée au Brésil et en Inde. En revanche, le ralentissement observé depuis 2010-2011 semble cohérent avec les prédictions du modèle néoclassique, notamment pour la Chine et la Russie.

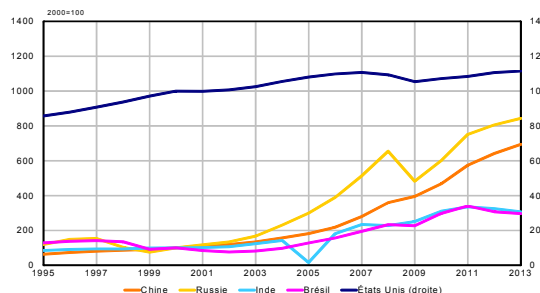
Les années 2000 ont marqué un coup d'accélération du processus de rattrapage des économies émergentes, période caractérisée par Subramanian et Keller (2013)^c de « hyper-mondialisation ». Ainsi, la part des économies émergentes en rattrapage aurait progressé de 30 % dans les années 1990 à 75 % dans les années 2000. Leur vitesse de convergence aurait également accéléré de 1,5 % à 3,3 % par an, voire encore plus pour les BRICs (voir le tableau 1). Cette accélération du rattrapage dans les années 2000 aurait résulté à la fois de l'émergence de la Chine dans le commerce mondial, qui a stimulé l'activité de nombreux autres émergents, mais aussi des bulles de crédit et de la progression des prix des matières premières.

En revanche, le rattrapage des grands émergents semble graduellement s'essouffler depuis 2010, signe d'un épuisement des gains de productivité dus à la réallocation des facteurs. Une nouvelle accélération de la croissance nécessiterait des réformes structurelles majeures, afin de passer d'une croissance extensive, basée sur l'accumulation de facteurs, vers une croissance intensive, fondée sur des gains de productivité. Cet ajustement structurel sera sans doute de longue durée.

Graphique 9 : la dynamique de la productivité dans le modèle néoclassique



Graphique 10 : l'évolution du PIB /tête



Source : DG Trésor.

Tableau 1 : Le rythme moyen de rattrapage économique des BRICs

	1980-1984	1985-1989	1990-1994	1995-1999	2000-2004	2005-2009	2010-2014	2015-2018
BRICs	0,2 %	1,9 %	1,6 %	1,3 %	4,5 %	7,9 %	4,5 %	3,1 %

Source: DG Trésor sur la base des données FMI - World Economic Outlook Octobre 2013.

Note: Le rythme de rattrapage est la vitesse de réduction de l'écart vis-à-vis des États Unis en termes de PIB/tête en dollars PPA. L'agrégation au niveau des BRIC tient compte du poids PPA de chaque pays dans le PIB mondial.

- Solow, R., (1956), "A Contribution to the Theory of Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 70, No. 1, pp. 65-94.
- Barro, Robert J., (1991). "Economic Growth in a Cross Section of Countries", *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, vol. 106(2), pages 407-43.
- Subramanian Arvind & Kessler Martin, 2013. "The Hyperglobalization of Trade and Its Future", *Working Paper Series* WP13-7, Peterson Institute for International Economics.

4. La croissance des émergents devrait rester durablement plus faible que celle d'avant crise de 2008-2009 tout en restant soutenue, même s'il faudra pour cela passer par des réformes majeures

4.1 Les fondamentaux suggèrent une croissance soutenue à moyen/long terme, mais qui s'inscrirait sur une tendance baissière

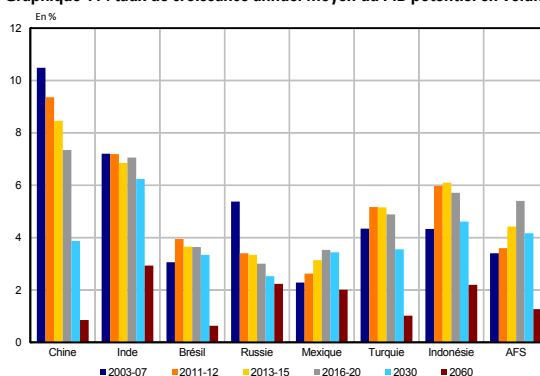
La croissance potentielle des économies émergentes s'inscrirait sur une tendance baissière à moyen/long terme, en particulier pour la Chine. Toujours selon l'OCDE, la prépondérance croissante des grandes économies émergentes dans le PIB mondial se ferait dans un contexte de ralentissement graduel de leur activité potentielle (cf. Graphique 11), en cohérence avec les évolutions démographiques et du moindre

processus de rattrapage vis-à-vis des économies avancées au fil du temps. Le processus de ralentissement serait plus ou moins prononcé et rapide selon les pays, avec notamment une inflexion particulièrement marquée en Chine.

Cela étant, du fait du différentiel de croissance avec les économies développées, les principales projections à moyen/long terme soulignent le poids de plus en plus prépondérant des économies émergentes dans la croissance mondiale. En s'appuyant sur une approche prospective de la fonction de production et sur la base des projections de population,

d'évolution du stock de capital et de productivité globale des facteurs de production, les travaux de l'OCDE⁹ indiquent que la composition du PIB mondial serait amenée à changer de manière significative dans les années à venir. L'ensemble des économies émergentes¹⁰ serait conduit à peser 46 % du PIB mondial déjà en 2020, pour atteindre 53 % en 2030 et 62 % en 2060. La tendance la plus marquée concernerait les grandes puissances d'Asie que sont la Chine et l'Inde. En effet, en 2030, la Chine représenterait 27 % du PIB mondial (contre 17 % en 2011) tandis que l'Inde pèserait à hauteur de 11 % (contre 7 % en 2011). Toujours selon l'OCDE, en 2060, les poids de la Chine et de l'Inde atteindraient respectivement 26 % et 21 %. Ces évolutions se feraient au détriment des principales économies avancées : États-Unis (23 % en 2011, 18 % en 2030 et 16 % en 2060), Japon (7 %, 4 % et 3 %) et Zone euro (17 %, 12 % et 9 %).

Graphique 11 : taux de croissance annuel moyen du PIB potentiel en volume



Source : OCDE.

Encadré 2 : La Chine et la règle d'or de l'accumulation de capital

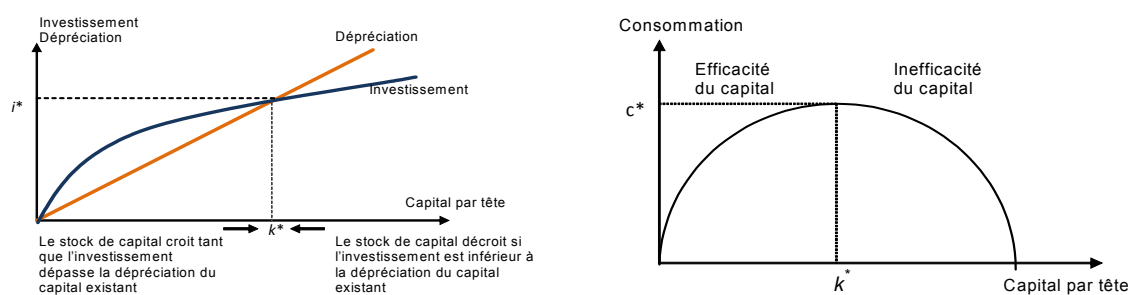
Dans le modèle de croissance néoclassique (Solow, 1956), l'accumulation du capital est le principal moteur de la croissance, le revenu par tête étant *uniquement* fonction du stock de capital par tête. Ainsi, plus on accumule de capital, plus on génère de croissance^a.

Cela étant, l'accumulation du capital aux dépens de la consommation peut être préjudiciable à la croissance. Selon Phelps (1961)^b, il existe un taux « optimal » d'épargne et d'investissement, qui permet de maximiser la consommation par tête à chaque instant (présent et futur). Ce principe, connu sous le nom de *la règle d'or de l'accumulation de capital*, permet un partage optimal entre la consommation et l'épargne à chaque période, en favorisant une solidarité intergénérationnelle (la croissance de la consommation est identique pour toutes les générations). Selon Phelps, la consommation par tête serait maximale lorsque la productivité marginale du capital est égale au taux de croissance économique, c'est-à-dire lorsque le taux d'épargne est égal à la part des profits dans le revenu national. Ainsi, toute augmentation de d'épargne au-delà du niveau optimal a un effet négatif sur la consommation.

Les taux d'investissement en Chine ont été extrêmement élevés dans les dernières deux décennies, passant de 27 % du PIB dans les années 1980 à 47 % en 2012. Au-delà de son niveau structurellement élevé, l'investissement en Chine a été particulièrement dynamique en 2008-2010, du fait du plan de relance mis en place par le gouvernement chinois suite à la crise économique, notamment dans les secteurs de l'immobilier et de l'infrastructure. Selon la règle d'or, le taux d'investissement en Chine semblerait excessif. Le taux d'investissement chinois a été systématiquement supérieur à la part des profits dans le revenu national (environ 0,5 comparé à 0,3 dans la période 1990-2011), ce qui indique une répression de la consommation au profit de l'investissement. Plusieurs travaux académiques se sont ainsi interrogés sur le caractère excessif de l'investissement chinois^c, la plupart indiquant un excès d'investissement en 2008-2011 à hauteur de 12-20 % du PIB.

Par ailleurs, le rendement du capital semble également diminuer, car l'économie chinoise est obligée d'investir de plus en plus pour préserver le même niveau de croissance (3,2 yuans en moyenne en 1990-2007 pour générer 1 yuan de PIB supplémentaire, contre 4,6 yuans en 2010-2012). Néanmoins, une baisse du rendement du capital n'est synonyme d'excès d'investissement que lorsqu'elle est accompagnée d'une baisse de la productivité globale des facteurs, ce qui semble être le cas en Chine : elle est passée de 4,9 % par an en 2000-2007 à 2,3 % en 2008-2011^d. Si les autorités ont maintes fois fait l'annonce d'un rééquilibrage de l'économie chinoise en faveur de la consommation privée, celui-ci n'est pas encore perceptible. En effet, la dynamique de l'investissement continue de dépasser celle de la consommation des ménages (+1,5 % de croissance mensuelle moyenne cvs pour l'investissement en 2013, contre +1,1 % pour la consommation des ménages).

Graphique 12 : la règle d'or de l'accumulation de capital



Source : adaptation d'après Solow (1956) et Phelps (1961).

- Cependant, il faut noter qu'une plus forte accumulation du capital aura seulement un effet temporaire sur la croissance, en accélérant la transition vers l'équilibre de l'économie, car la croissance de long terme dépend uniquement du progrès technique.
- Phelps, E., (1961), "The Golden Rule of Accumulation: A Fable for Growthmen", *The American Economic Review*, Vol. 51, No. 4 (Sep., 1961), pp. 638-643.
- Il Houg, L., Murtaza, S. and Xueyan, L., (2012), "Is China Over-Investing and Does it Matter?", *IMF Working paper*, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12277.pdf>
- Dong, H., W. Zhang, and J. Shek, (2006), "How Efficient Has Been China's Investment? Empirical Evidence from National and Provincial Data," *HKMA Working Papers* 0619 (Hong Kong: Hong Kong Monetary Authority).
- Selon le Conference Board Total Economy Database, janvier 2013, de l'Université de Groningen ; <http://www.conference-board.org/data/economydatabase/>

(9) OCDE, (2013), "Long-term Baseline Projections", *Economic Outlook* No. 93, juin.

(10) Comprenant la Chine, le Brésil, l'Inde, la Russie, l'Afrique du Sud, le Chili, le Mexique, la Turquie et l'Indonésie.

4.2 La croissance des émergents suggérée par ces fondamentaux ne serait toutefois atteignable que si ces derniers relèvent plusieurs défis

Ne pouvant plus compter sur un moteur exportateur vigoureux, les autorités des principales économies émergentes ont pris conscience de l'intérêt à accroître leur demande intérieure pour bénéficier d'une croissance plus autonome. Cela permettrait aux économies émergentes de soutenir la croissance mondiale dans un contexte de demande atone dans les économies avancées, tout en se dotant d'une plus grande autonomie. Les pays participant au G20 se sont engagés dans ce sens dans le cadre du groupe de travail « Framework for Strong, Sustainable, and Balanced Growth », lancé en septembre 2009 lors du sommet de Pittsburg. Ces engagements s'articulent essentiellement autour de deux axes : i) en Chine, rééquilibrer la croissance vers davantage de consommation privée ; ii) pour d'autres grandes économies émergentes, faire face au déficit structurel d'investissement (en particulier en infrastructure) qui pèse sur l'offre et pénalise la croissance potentielle.

4.2.1 Chine : le défi du rééquilibrage vers la consommation privée

Le renforcement de la consommation des ménages en Chine lui permettrait à la fois de rendre plus autonome sa dynamique de croissance, tout en limitant les conséquences néfastes inhérentes au caractère déséquilibré de sa croissance domestique actuelle. Le poids de la consommation privée en Chine tend en effet à diminuer depuis deux décennies et apparaît désormais très faible par rapport aux autres économies émergentes (36 % du PIB en 2012 contre en moyenne 66 %), en raison notamment du faible niveau des salaires, du développement insuffisant des systèmes de protection sociale et de la « répression financière » qui sous-rémunère l'épargne des ménages¹¹. À l'inverse, le poids de l'investissement en Chine apparaît excessif (47 % en 2012), soutenu notamment par le secteur public et encouragé par un taux d'intérêt artificiellement

bas¹². Cette croissance domestique fondée en large partie sur l'investissement conduit de *facto* à des situations de surchauffe, en particulier dans le secteur de l'immobilier, mais aussi à la création des surcapacités dans de nombreux secteurs industriels (cf. Encadré 2).

Au sein du G20, la Chine s'est engagée à rééquilibrer son modèle de croissance, ce qui passerait notamment par le développement des systèmes de sécurité sociale, la libéralisation des marchés financiers, l'amélioration du fonctionnement du marché du travail dans un contexte de vieillissement de la population et la réduction des industries intensives en main d'œuvre peu qualifiée. Cependant, le rééquilibrage souhaité semble difficile à atteindre à court terme, du fait de la persistance du comportement d'épargne des ménages et des filets de sécurité sociale encore insuffisamment développés.

4.2.2 Autres grands émergents : le défi de l'investissement

D'autres grandes économies émergentes souffrent d'un déficit structurel d'investissement qui conduit à une inefficience de l'offre. C'est plus particulièrement le cas du Brésil (dont le taux d'investissement était de seulement 18 % du PIB en 2012), mais aussi de la Turquie (20 % en 2012), du Mexique et de la Russie (21 % en 2012). Ce sous-investissement se traduit par des déficits d'infrastructures importants qui engendrent des goulets d'étranglement et *in fine* nourrit des tensions inflationnistes qui pèsent sur la consommation. L'Inde fait figure de cas particulier dans la mesure où le taux d'investissement relativement élevé (35 % du PIB en 2012) est contrebalancé par une mauvaise allocation (elle-même la conséquence d'une gouvernance perfectible) et n'empêche pas l'apparition de goulets d'étranglement également importants.

Cristina JUDE et Sylvain BAILLEHACHE

(11) En particulier, le maintien de taux d'intérêt faibles sur les comptes de dépôts restreint la rentabilité de ces placements.

(12) Selon la Banque mondiale, durant la période de 30 ans qui a suivi aux réformes de Deng Xiaoping, l'investissement a été responsable de 6-8 % de la croissance annuelle moyenne de 9,8 % de la Chine, alors que l'amélioration de la productivité a rapporté seulement 2-4 % de PIB.

Éditeur :

Ministère de l'Économie et des Finances et Ministère du Commerce Extérieur

Direction générale du Trésor
139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Sandrine Duchêne

Rédacteur en chef :

Jean-Philippe Vincent
(01 44 87 18 51)
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

Mise en page :

Maryse Dos Santos
ISSN 1777-8050

Derniers numéros parus

Janvier 2014

n°122. Quel positionnement « hors-prix » de la France parmi les économies avancées ?
Romain Sautard, Amine Tazi, Camille Thubin

Décembre 2013

n°121. Internationalisation du yuan : une stratégie à pas comptés
Cristina Jude et Jean Le Pavec

Octobre 2013

n°120. Un budget pour la zone euro
Nicolas Caudal, Nathalie Georges, Vincent Grossmann-Wirth, Jean Guillaume, Thomas Lellouch, Arthur Sode

<http://www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-eco>

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie et des Finances et du ministère du Commerce Extérieur.