

PAYS ÉMERGENTS : LA FIN DE LA TRÈS GRANDE ILLUSION

Christine Riffart¹

OFCE, Sciences Po

Depuis 2013, la croissance mondiale est désynchronisée entre d'une part, les pays développés dont la situation s'améliore de plus en plus, et d'autre part, le reste du monde qui voit au contraire sa situation se dégrader, sous le poids de plusieurs facteurs. En Chine, la réorientation du modèle de développement vers le marché intérieur s'articule avec une croissance structurelle désormais plus modérée. Ce ralentissement pèse sur la demande de produits primaires et fait baisser les cours dont un nombre important de pays émergents et en développement sont exportateurs. Enfin, les conditions financières internationales se resserrent depuis 2014 avec la normalisation de la politique monétaire américaine. Or, le recyclage des liquidités internationales avait donné lieu à une montée de l'endettement dans les pays émergents qui avait soutenu la croissance au moment où le pilier commercial s'affaiblissait.

Ce durcissement de l'environnement international marque la fin d'une période exceptionnelle (croissance chinoise à deux chiffres, emballement des cours des matières premières, et enfin liquidités financières abondantes) qui devait prendre fin. Or, pendant les années 2000, la dépendance au commerce international s'est accrue pour tous les pays, et surtout pour les émergents, dont la Chine. Les pays riches en matières premières ont accru leur exposition à la volatilité des cours de ces produits. Aujourd'hui, si tous les pays sont exposés au choc d'un retournement du monde émergent, notamment chinois, les pays émergents le sont encore davantage, du fait de leur forte intégration commerciale et de leur dépendance accrue aux exportations de matières premières. Ils doivent en plus gérer un fort endettement. Les pays développés, eux, le sont moins car ils bénéficient à l'inverse de l'amélioration de leurs termes de l'échange.

Mots clés : pays émergents, commerce international, matières premières, Chine, croissance économique.

Depuis 2010, la croissance des pays émergents² ne cesse de ralentir mais c'est surtout à partir de 2013 qu'elle connaît un net fléchissement avec le ralentissement de la croissance chinoise, la baisse du prix des matières premières et le resserrement des

1. L'auteur remercie Amel Falah et Gabriel Poirot pour leur collaboration à cette étude.

conditions de financement sur le marché international. Cette situation contraste avec l'amélioration enregistrée du côté des pays développés, d'abord aux États-Unis puis au Royaume-Uni, et plus récemment dans la zone euro³. Ce découplage de croissance révèle plusieurs points. La Chine ne peut croître durablement à un rythme à deux chiffres. La flambée du cours des matières premières qui était liée à la très forte demande chinoise prend fin avec le ralentissement chinois. Enfin, la normalisation en cours de la politique monétaire américaine avec la fin du *quantitative easing* (QE) en 2014 et la hausse du taux des *fed funds* attendue pour la fin de l'année, combinée à l'amélioration des perspectives de rendements dans les pays développés et la montée du risque « émergents », met fin à une période d'exception de crédits bon marché. Cette crise des pays émergents pèse sur la croissance des pays développés par le canal du commerce extérieur, même si l'amélioration des termes de l'échange, permise par la baisse du prix du pétrole et des autres matières premières, en compense partiellement les effets négatifs.

Ces quinze dernières années, l'internationalisation des économies a augmenté, tant du côté des pays développés que du reste du monde. Tous les pays, et notamment les pays émergents, ont vu une montée de leur taux d'ouverture, avec une place croissante donnée aux pays émergents et en développement (PEMDEV) et, au premier chef, ceux d'Asie. Simultanément, le poids des matières premières dans le commerce international a augmenté, ce qui a accru la dépendance des pays exportateurs de matières premières aux prix fixés sur le marché mondial. De 2010 à 2013, le ralentissement de la croissance dans les pays émergents et des prix des matières premières a pu être atténué par le recours à l'endettement, principalement privé, permis par le recyclage des liquidités issues des politiques monétaires des pays développés. Mais depuis 2014, ce levier a disparu.

2. Par pays émergents, nous entendons les 25 pays en développement qui ont le poids le plus important dans l'économie mondiale. Ces pays représentent 85 % du PIB hors pays développés, mesuré en PPA. On y trouve en plus des BRIC (qui pèsent pour plus de 30 %), l'Indonésie, le Mexique, la Corée du Sud, l'Arabie saoudite, la Turquie, l'Iran, Taiwan, la Thaïlande, le Nigeria, la Pologne, l'Égypte, l'Argentine, le Pakistan, la Malaisie, les Philippines, l'Afrique du Sud, la Colombie, les Émirats arabes unis, le Bangladesh, l'Algérie et le Vietnam. Il n'existe pas de classification officielle de ce groupe, ni de critère unique. Ainsi, ce groupe peut présenter de fortes disparités entre pays : le PIB par tête mesuré en PPA de la Russie est 4 fois plus élevé que celui de l'Inde ; en dollars courants, le PIB chinois est 10 fois supérieur au PIB de la Russie.

3. Département analyse et prévision : « Ce qui ne guérit pas meurt un jour : perspectives 2015-2017 pour l'économie mondiale et la zone euro », *Revue de l'OFCE*, 144, 2015.

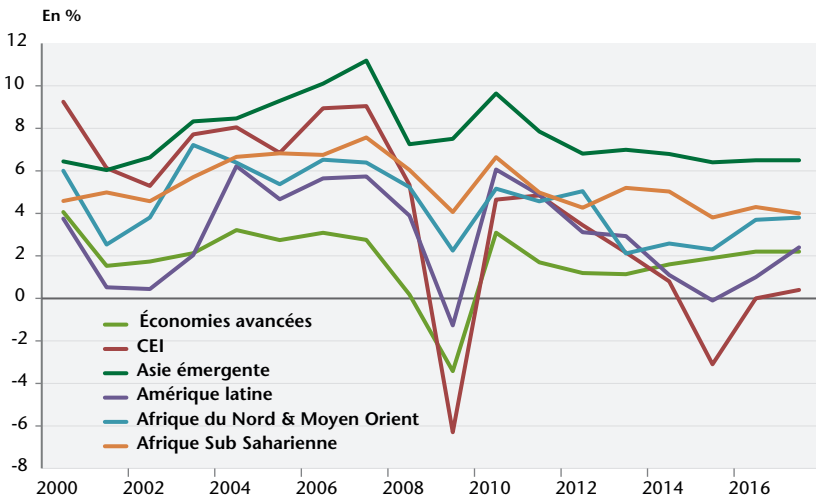
L'objet de cette étude est de faire le point sur le degré d'exposition des économies développées et émergentes à la dégradation de leur environnement international, notamment au retournement des PEMDEV, et à la chute du prix des matières premières, compte tenu de la structure de leurs exportations. Un point sera également présenté sur la situation d'endettement des pays émergents. Enfin, et surtout, un focus sur la situation chinoise permettra d'appréhender les défis auxquels doivent faire face les autorités locales. La croissance tirée par les exportations a atteint ses limites et la transition vers un nouveau modèle de développement basée sur l'essor de la demande intérieure est engagée. Or, cette phase de transition conduit à un ralentissement structurel de la croissance – normalisation des gains de productivité qui, de 5 % par an sur la période 2003-2007, ont ralenti à 3,5 % entre 2011 et 2013, moindre croissance de la population active urbaine et enfin, moindre accumulation du capital. Les autorités veillent à ce que ce processus se fasse en douceur (*soft landing*). Dans l'hypothèse où le ralentissement est plus violent (*hard landing*), les déséquilibres seront plus difficiles à résorber.

1. Depuis 2013, la dynamique de croissance des émergents est rompue

Depuis cinq ans, la croissance des PEMDEV faiblit. Après le rebond de 2010, l'activité n'a pas retrouvé son rythme antérieur et, depuis 2013, le ralentissement s'est même amplifié alors que la croissance repartait dans les pays développés. Un découplage dans les dynamiques de croissance s'est installé entre les deux grands blocs de l'économie mondiale. Cette situation contraste avec celle qui prévalait jusqu'en 2008, lorsque les pays émergents progressaient rapidement, profitant d'un environnement international particulièrement porteur. Aujourd'hui, alors que les États-Unis puis l'Europe ont retrouvé le chemin de la croissance, le monde en développement voit sa croissance ralentir sensiblement. En 2015, la croissance des pays développés devrait avoisiner 1,9 %, soit la meilleure performance depuis 2010 alors que dans les régions en développement la situation demeure aussi dégradée qu'en 2009 (graphique 1). L'Amérique latine devrait connaître une baisse de son PIB de 0,1 % en 2015. Ailleurs, la croissance sera positive mais très en deçà des performances passées. Etant donné le poids impor-

tant acquis par ces pays dans l'économie mondiale, l'impact sur la croissance mondiale sera négatif et cette dernière ralentira en 2015 (Encadré 1). En 2016 et 2017, la situation, toujours très déprimée, devrait néanmoins cesser de se dégrader en Amérique latine et dans la CEI. De même les pays émergents et en développement d'Europe devraient tirer parti de l'amélioration de la situation conjoncturelle dans la zone euro. Le ralentissement chinois attendu encore pour 2016 (à 6,6 %) ne devrait pas empêcher une légère accélération de la croissance mondiale.

Graphique 1. Croissance du PIB par zone



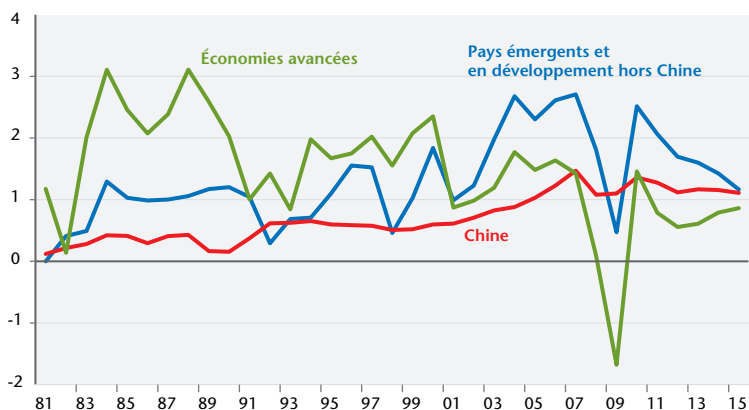
Sources : FMI, prévisions OFCE.

Encadré 1. Le poids des grandes régions dans la croissance mondiale

Les économies émergentes et en développement (PEMDEV) ont acquis au fil des années un poids important dans l'économie. Elles représentent, en 2015, 57 % du PIB mondial mesuré en PPA, contre 43 % en 2000 et 37 % pendant les années 1980. Partant d'un revenu par habitant nettement plus bas que celui des pays développés, ces économies, engagées dans une dynamique de rattrapage de leur niveau de développement, connaissent des rythmes de productivité et d'accumulation du capital plus élevés. Pendant les années 1980, la croissance a été en moyenne équivalente entre les deux parties du monde mais la Chine n'avait pas encore décollé et l'Amérique latine était aux prises

avec la crise de sa dette. Le rattrapage qui s'est opéré pendant les années 1990 (avant la crise asiatique de 1997-1998) et surtout entre 2002 et 2007 avec l'émergence de la Chine a poussé le rythme de croissance des régions en développement vers un niveau plus élevé (3,7 % en moyenne annuelle pendant les années 1990 et 6,1 % pendant les années 2000) tandis que les économies les plus avancées progressaient de plus en plus modestement (2,7 % et 1,8 % respectivement). Le différentiel de croissance a permis aux PEMDEV d'acquérir une place de plus en plus importante et de participer plus activement à la croissance mondiale. Pendant les années 2000, ceux-ci expliquaient plus de 3 points de la croissance annuelle mondiale quand les pays développés n'y contribuaient plus que pour 1 point (graphique 2). La contribution de la Chine s'est accrue sur la période et a atteint un maximum en 2007. La crise financière de 2008-2009, qui a affecté de plein fouet les économies développées, a encore amplifié le phénomène ; les PEMDEV ont mieux résisté même s'ils ont été frappés par le canal du commerce extérieur. Après le rebond de 2010, la croissance mondiale n'a pas retrouvé son rythme antérieur. Si dans un premier temps, la Chine a mieux résisté, les autres PEMDEV et les pays développés ont tous vu leur croissance fléchir. Mais depuis 2013, le repli de la croissance chinoise pèse fortement sur la croissance du monde émergent et en développement tandis que les économies développées retrouvent le chemin de la croissance. En 2015, avec des dynamiques opposées, les contributions des uns et des autres à la croissance mondiale convergent vers un niveau proche de 1 point.

Graphique 2. Contribution de chaque zone à la croissance mondiale

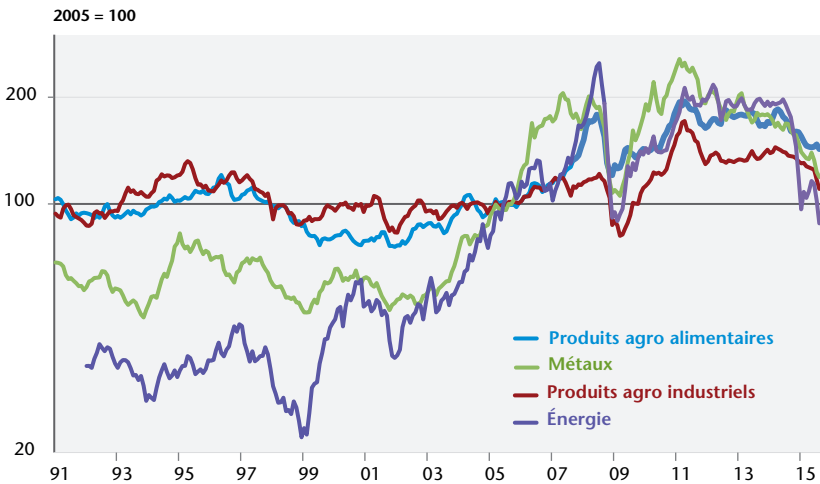


Note : La contribution est calculée à partir du taux de croissance en t pondérée par le poids du PIB en dollars de PPA du pays ou de la région en t-1.

Sources : CHELEM, calculs OFCE.

Le fort ralentissement de la croissance économique se combine à une moindre demande de matières premières, provoquant un relâchement des tensions sur les marchés internationaux et la fin de l'emballlement des cours (graphique 3). Après avoir atteint un maximum en 2011 (2008 pour le pétrole et le gaz), les cours des matières premières sont restés sur un plateau pendant deux ans. Mais le ralentissement de la croissance chinoise a provoqué un nouveau recul des cours. Depuis le printemps 2014, le prix des produits énergétiques a baissé de moitié, tandis que ceux des produits agricoles destinés à l'industrie ou à l'alimentation reculaient en moyenne de 25 %. Les métaux enregistrent une baisse des prix de l'ordre de 35 % depuis l'été 2013, avec un effondrement des cours du fer (-65 % par rapport au point haut), du nickel (-46 %), du cuivre et de l'étain (-38 % chacun) pour les métaux les plus importants.

Graphique 3. Prix des matières premières



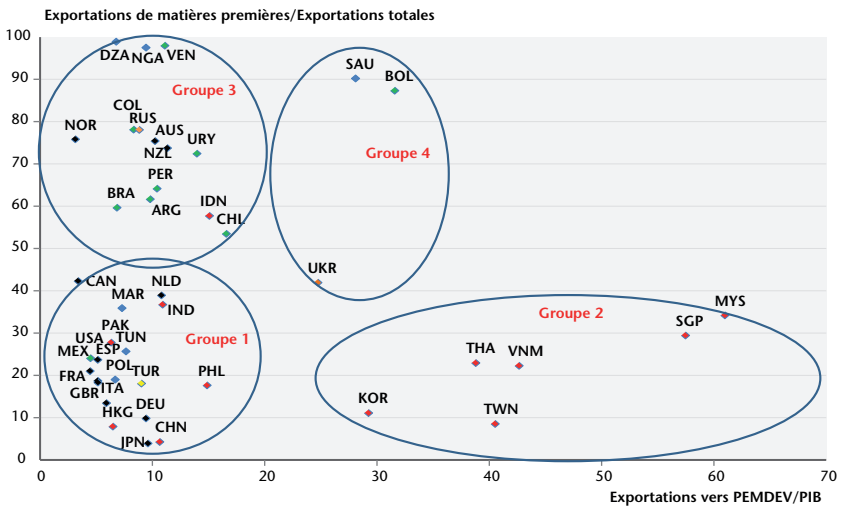
Source : FMI.

Le ralentissement marqué des PEMDEV depuis 2013 et le retournement du cours des matières premières modifient profondément les caractéristiques de l'environnement commercial international. Or si les pays développés sont affectés par ces transformations (négativement pour l'une et positivement pour l'autre puisqu'ils y gagnent sur les termes de l'échange), certains pays émergents le sont encore davantage. En s'intéressant à la structure géographique

des échanges et à l'importance des matières premières dans ces échanges, on peut mettre en évidence quatre groupes de pays qui sont plus ou moins exposés aux différents chocs (graphique 4) :

- Le premier groupe rassemble les pays dont la part des exportations vers les PEMDEV est inférieure à 20 % du PIB et dont la part des exportations de produits primaires est inférieure à 50 % des exportations totales. On y trouve les pays développés, la Turquie, et quelques pays asiatiques, dont la Chine et Hong Kong, l'Inde, les Philippines. Ces pays sont les moins sensibles au retournement tant de la croissance des PEMDEV qu'à la volatilité du prix des matières premières ;
- Le deuxième groupe rassemble les pays dont la part des exportations vers les PEMDEV est supérieure à 20 % du PIB et dont la part des exportations de produits primaires est inférieure à 50 % des exportations totales. On y trouve exclusivement les pays émergents d'Asie très impliqués dans le commerce régional, notamment en produits manufacturés. En Malaisie, malgré tout, près de 40 % des exportations sont des produits primaires ;

Graphique 4. Dépendance croisée aux PEMDEV et aux matières premières des pays développés et des pays émergents, 2013



Note : Les pays associés aux codes du graphique sont présentés en annexe. Les pays développés sont ici indiqués en noir, les pays émergents d'Asie en rouge, les pays émergents d'Amérique latine en vert, les pays émergents de la CEI en orange, les pays émergents d'Europe de l'Est en jaune et les pays émergents d'Afrique du Nord et du Moyen et Proche Orient en bleu.

Sources : CHELEM, calculs OFCE.

- Le troisième groupe rassemble les pays dont la part des exportations vers les PEMDEV est inférieure à 20 % du PIB et dont les exportations de produits primaires représentent plus de 50 % des exportations totales. Les pays d'Amérique latine y sont sur-représentés. On y trouve aussi l'Australie et la Nouvelle Zélande, l'Indonésie et la Norvège et quelques pays d'Afrique ;
- Le quatrième groupe rassemble les pays dont la part des exportations vers les PEMDEV est supérieure à 20 % du PIB et dont la part des exportations de produits primaires est supérieure à 50 % des exportations totales. Trois pays sont très exposés, l'Ukraine très dépendante de la Russie, l'Arabie saoudite et la Bolivie. Tous cumulent la double dépendance à des marchés qui se retournent.

1.1. Une exposition accrue des pays développés mais surtout des pays émergents eux-mêmes au retournement des PEMDEV

L'exposition au risque d'un retournement dans les zones en développement sera d'autant plus élevée que le pays est ouvert commercialement et/ou que la part de ses exportations vers ces régions est importante. Or au cours des 15 dernières années, ces deux facteurs ont augmenté de concert.

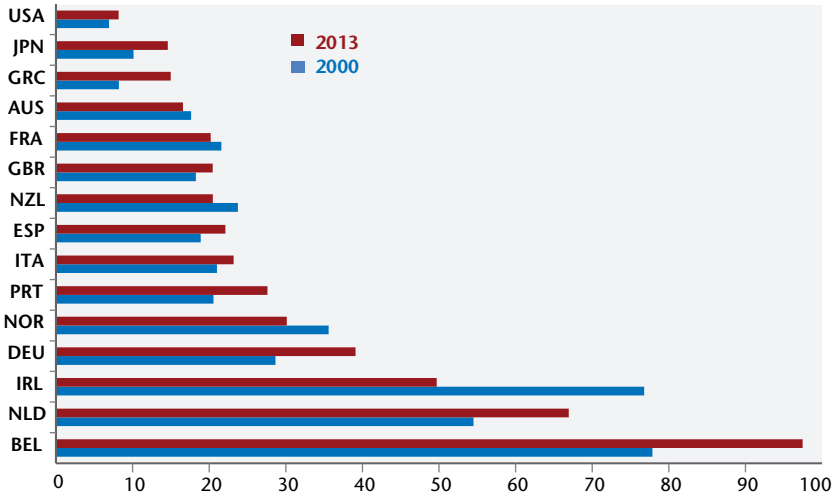
L'ouverture des pays développés s'est fortement accrue au cours des 15 dernières années. Entre 2000 et 2013, la part des exportations dans le PIB de cette zone a augmenté de 4,3 points et atteint en moyenne 21 % en fin de période. Néanmoins, les taux d'ouverture restent différents selon les pays. Avec un taux à 8,2 % en 2013, les États-Unis restent une économie très fermée (graphique 5). Le Japon est un peu plus ouvert. À l'opposé, avec un taux à 34,5 % (19,2 % si l'on ne considère que le commerce extra zone), la zone euro apparaît très ouverte. Une forte hétérogénéité existe toutefois entre pays européens : avec 39,1 %, l'Allemagne a un taux d'ouverture deux fois plus élevé que celui de la France.

L'ouverture des pays s'est faite en grande partie en direction des PEMDEV. La part des exportations vers ces pays dans les exportations totales des pays développés est passée de 25,5 % à 36,2 % entre 2000 et 2013. Là non plus, la hausse n'est pas homogène. Le Japon est le pays qui s'est le plus réorienté vers les PEMDEV sur la période, suivi par les États-Unis tandis que l'Europe, poursuivant

son processus d'intégration régionale, enregistrait une hausse plus modeste. Le rapprochement avec la Chine explique une grande partie du mouvement. En Australie et en Nouvelle Zélande, il en explique même la totalité, ce qui rend ces deux pays très liés commercialement à la Chine en 2013 (leurs exportations à destination de la Chine représentent respectivement 5,7 % et 4,4 % de leur PIB cette année-là). Concernant les États-Unis et le Canada, le rapprochement avec les PEMDEV entre 2000 et 2013 est dû respectivement pour respectivement un tiers et la moitié à celui avec la Chine et rapportées au PIB, les exportations vers la Chine restent relativement faibles : à peine 1 % du PIB en 2013. Dans le cas du Japon, la hausse de l'ouverture vers les PEMDEV est due pour moitié au développement des échanges avec la Chine qui représente, en 2013, 3 % du PIB. Dans le cas de l'Europe, les stratégies sont différentes. Ainsi l'Allemagne dont les exportations à destination des PEMDEV représentent en 2013, 9,4 % du PIB (après 4 % en 2000) est le pays qui a le plus accru ses échanges avec la Chine (+2 points sur la période, à 2,4 % du PIB). L'Espagne, l'Italie, le Royaume-Uni et surtout la France ont nettement moins développé leurs échanges avec les PEMDEV (entre 1,5 % pour la France et 2,3 points de PIB pour les autres pays), et a fortiori avec la Chine (0,4 point de PIB). Les exportations vers les PEMDEV représentent pour ces pays entre 5,1 et 5,9 % de leur PIB, et celles à destination de la Chine environ 0,7 %.

Au final, les économies développées sont en 2013 beaucoup plus vulnérables à un ralentissement en provenance des pays émergents qu'elles ne l'étaient à la fin des années 1990 (graphique 6). L'Allemagne et le Japon, et aussi l'Australie et la Nouvelle Zélande sont donc les plus exposés à un choc « émergents ». Le Japon est davantage exposé à un choc en provenance de l'Asie du Nord-Est (où ses exportations représentent 5,4 % du PIB) et de la Chine en premier lieu. L'Allemagne l'est un peu moins que le Japon. En revanche, un choc sur la CEI affecterait davantage l'Allemagne dont les exportations vers cette zone comptent pour 1,8 % de son PIB. Concernant la France, elle est davantage tournée vers l'Afrique et le Proche et Moyen Orient (exportations : 2 % du PIB), et un peu moins vers l'Asie et très peu vers la CEI. Enfin, les États-Unis qui exportent plus de 25 % de leurs produits vers l'Amérique latine (dont la moitié vers le Mexique) sont, eux aussi, plus protégés d'un choc asiatique mais plus exposés à une récession en Amérique du Sud.

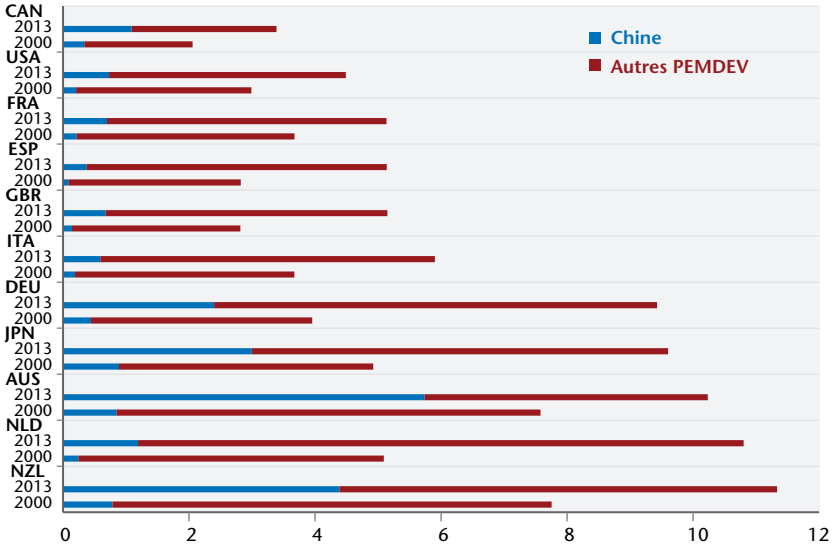
Graphique 5. Taux d'ouverture (exportations/PIB) des pays développés : 2000 et 2013



Note : Le ratio est calculé à partir de données en dollars courants. Des effets prix peuvent jouer dans les comparaisons temporelles.

Sources : CHELEM, calcul OFCE.

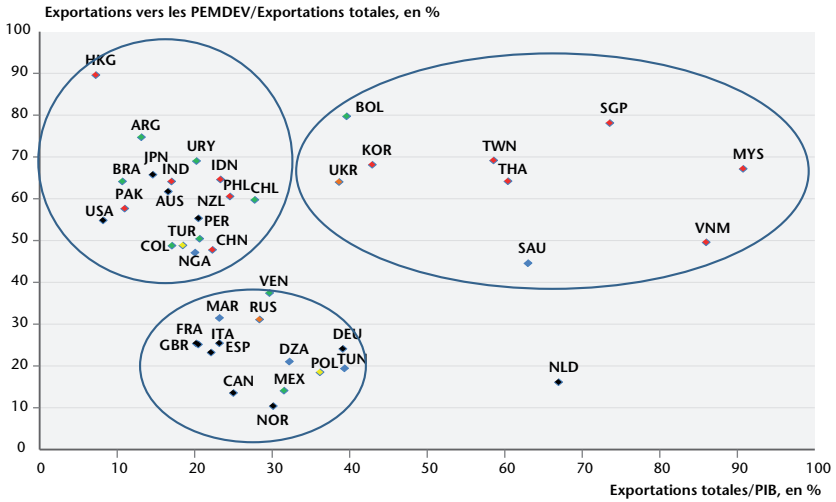
Graphique 6. Exportations vers la Chine et les autres PEMDEV des pays développés : 2000 et 2013



Note : Voir note graphique 5

Sources : CHELEM, calcul OFCE.

Graphique 7. Poids des exportations des pays développés et des pays émergents vers les PEMDEV



Note : Voir graphique 3.

Sources : CHELEM, calculs OFCE.

Encadré 2. La crise asiatique de 1997 : les économies avancées avaient été épargnées

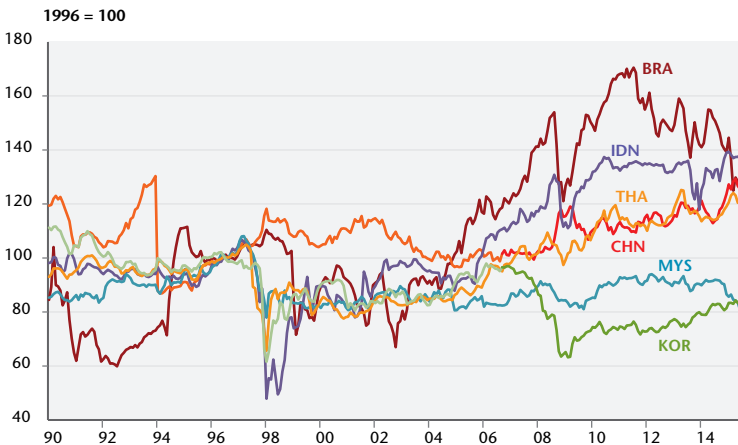
La comparaison avec la crise financière asiatique de 1997-1998 est fréquemment utilisée pour parler du risque que fait peser le fort ralentissement des pays émergents sur l'économie mondiale. De fait, la crise asiatique de 1997-1998 était intervenue après une période de forte croissance régionale, soutenue par un commerce international très dynamique et un environnement financier très accommodant. Soutenus par l'absence du risque de change, du fait de l'ancrage des monnaies au dollar, les capitaux étrangers, notamment à court terme, étaient venus s'investir massivement dans la région et avaient nourri une importante dette privée dans certains pays. Mais l'érosion progressive de la compétitivité due à la surévaluation des monnaies, notamment face au yen, combinée au retournement du cycle du commerce international, avait conduit à des déséquilibres extérieurs croissants alors que sur le plan interne, la rentabilité du capital baissait avec l'existence de surcapacités dans certains secteurs (semi-conducteurs notamment). Les spéculations boursière et immobilière ont poussé les prix à la hausse, maintenant l'illusion d'une croissance solide. Mais à l'été 1997, la déconnexion entre la sphère réelle et les variables financières a atteint ses limites, d'abord en Thaïlande et aux Philippines, avant de se généraliser au reste de l'Asie. Face aux fuites des capitaux, les

autorités ont dû abandonner leur politique de change et passer en régime de change flottant. Les bourses se sont effondrées, les monnaies ont chuté, les dettes en devises ont augmenté tandis que les systèmes financiers domestiques entraient dans une crise profonde. La crise financière s'est doublée d'une grave crise économique. Elle s'est répercutée au cours de l'année 1998 à la Russie puis à l'Amérique latine, d'abord au Brésil. La crise argentine suivra quelques années plus tard.

Les économies avancées n'ont que très peu subi le contre coup de la crise asiatique. La croissance aux États-Unis et dans la zone euro, loin de s'infléchir, s'est même accélérée (4,4 % aux États-Unis, 3,5 % en France) en 1998, bénéficiant du regain de pouvoir d'achat des ménages permis par la chute du prix du pétrole et des autres matières premières. L'économie japonaise, par contre, plus directement exposée à la crise, a connu un ralentissement dès 1997 puis deux années de récession (-2 % en 1998 et -0,2 % en 1999).

En 2015, la dégradation conjoncturelle des PEMDEV n'a pas empêché l'accélération de la croissance dans les pays développés, la baisse de la demande adressée à ces pays étant en partie compensée par l'amélioration des termes de l'échange. Mais les déséquilibres persistent dans les PEMDEV et l'asymétrie des rythmes de croissance devrait perdurer encore plusieurs années. Ainsi, si les taux de change effectifs réels de la Corée du Sud et de la Malaisie sont inférieurs à leur niveau de 1997, l'Indonésie, la Chine et la Thaïlande ont actuellement un taux de change réel très fortement surévalué par rapport à leurs partenaires commerciaux (graphique 8). En Chine, la rigidité du yuan face au dollar freine l'ajustement nominal de la monnaie. En Indonésie et en Thaïlande, l'ajustement du change reste très insuffisant. À l'inverse, au

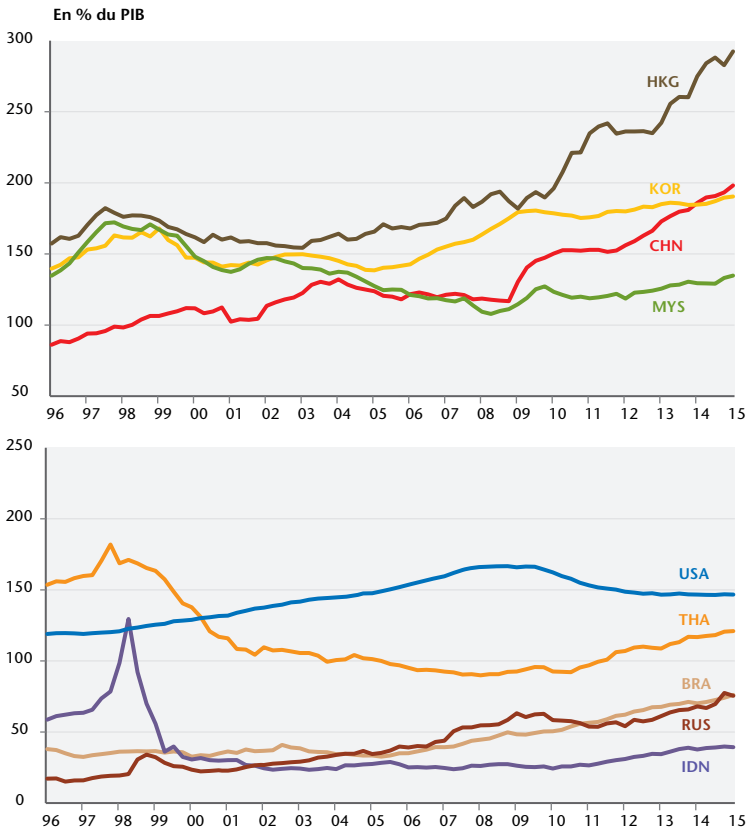
Graphique 8. Taux de change effectifs réels, mesurés à partir des prix de production



Source : JP Morgan.

Brésil, la dégradation de la balance des paiements s'est traduite par une forte correction du taux de change depuis 2011 qui permet d'amortir l'impact sur l'économie réelle des sorties de capitaux et de redonner de la compétitivité aux produits brésiliens. Du point de vue de l'endettement, trois pays sont dans une situation préoccupante : la Corée du Sud, la Chine et Hong Kong. En Corée du Sud, la dette du secteur privé, notamment des ménages, a fortement augmenté dans la deuxième moitié des années 2000 avant de se stabiliser, et d'amorcer une légère reprise en fin de période. La Chine, et encore davantage Hong Kong, ont des taux d'endettement supérieurs à celui des États-Unis et qui progressent très rapidement depuis le déclenchement de la crise de 2008. Le Brésil et la Russie ont un taux d'endettement moins élevé mais qui augmente régulièrement et devient préoccupant. En Indonésie, Thaïlande et Malaisie, malgré une tendance haussière assez rapide, les taux d'endettement semblent plus contenus et n'ont pas retrouvé les niveaux qu'ils avaient à la veille de la crise de 1997-1998 (graphique 9).

Graphique 9. Dette du secteur privé non financier



Source : BRI.

Les déséquilibres actuels ne portent donc pas sur les mêmes pays d'Asie que lors de la crise de 1997-1998. Même si certains pays restent vulnérables à une correction plus brutale de leur taux de change ou une sanction des marchés financiers, c'est malgré tout la Chine qui est au cœur du débat. En plus d'un problème de compétitivité, et surtout d'endettement, le pays doit résorber d'importantes surcapacités liées au surinvestissement passé au moment où l'économie ralentit pour des raisons structurelles (*cf. infra*).

Les pays émergents ont aussi augmenté, et à une plus grande échelle encore, leur taux d'ouverture au commerce mondial. Ils ont également réorienté leur flux vers les autres PEMDEV (graphique 10). Pour nombre d'entre eux, la part des flux commerciaux à destination des autres pays émergents dans leurs exportations totales a augmenté de plus de 20 points, et partout (à l'exception de l'Inde) en raison du rôle croissant joué par la Chine.

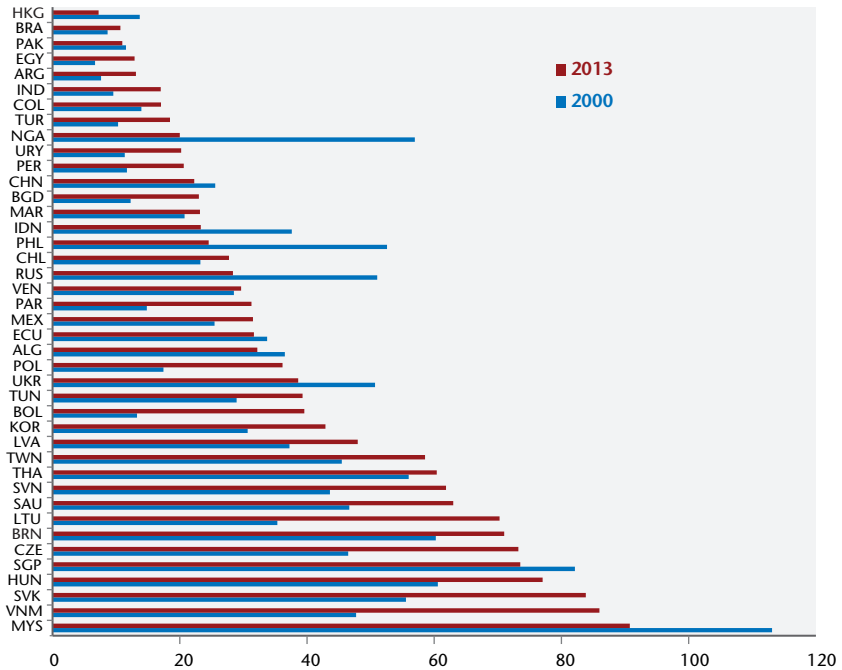
Entre 2000 et 2013, l'ouverture au commerce international a augmenté dans l'ensemble du monde émergent. Cette caractéristique s'inscrit dans une logique de développement qui pousse un petit pays à mettre en valeur ses avantages comparatifs et à chercher dans le commerce international le chemin de la croissance. Elle résulte également de la multiplication des accords commerciaux mis en place entre ou au sein des grands blocs régionaux. Enfin, une partie de ce commerce est dû au commerce intra-régional qui s'inscrit dans le cadre de l'intégration des chaînes de valeur. En Asie ou en Europe émergente, les taux d'ouverture peuvent dépasser les 60 % du PIB en 2013 dans de nombreux pays. Mais surtout la place des PEMDEV dans les exportations totales a augmenté dans toutes les régions, notamment en Afrique, au Moyen Orient et en Asie en développement où elle a augmenté de plus de 20 points sur la période. Cette réorientation des échanges s'est faite principalement au profit de l'Asie (et surtout de la Chine) et de l'Afrique, moins en faveur de l'Amérique latine (sa part dans les exportations des zones émergentes a baissé, notamment pour ce qui concerne le commerce intra latino-américain).

En Asie, les échanges à destination des PEMDEV représentent, dans la majorité des pays, plus de 60 % des exportations. Les exportations de la Malaisie à destination de l'Asie émergente et en développement représentent 53 % du PIB. À Taïwan et en

Thaïlande, elles représentent 30 % du PIB et en Corée du Sud, 22 %. La Chine et l'Inde, deux économies de grande taille, ont un taux d'ouverture plus modéré. De plus, la Chine dispose d'une structure très diversifiée de ses exportations tandis que celle de l'Inde est davantage orientée vers l'Afrique et le Moyen Orient.

En Amérique latine, la répartition géographique des exportations est très variable selon les pays. Le Mexique, dans le cadre de l'ALENA, commerce principalement avec les États-Unis tandis que le Chili, le Brésil, l'Argentine commercent à plus de 60 % avec les PEMDEV. L'Argentine et la Colombie sont plus sensibles à un choc sur l'Amérique latine (les exportations intra-régionales représentent 5,5 % de leur PIB) tandis que le Chili, le Venezuela, le Pérou et le Brésil sont plus affectés par une crise en Asie.

Graphique 10. Taux d'ouverture des pays émergents en 2000 et 2013



Note : le ratio est calculé à partir de données en dollars courants. Des effets prix peuvent jouer dans les comparaisons temporelles.

Sources : CHELEM, calcul OFCE.

La zone Afrique/Proche et Moyen Orient est très sensible au ralentissement des économies émergentes. Exportant en moyenne 37 % de son PIB, dont près de 55 % vers les pays émergents et 40 % vers l'Asie en développement, la région est fortement exposée au risque d'un retournement plus violent en Asie. Enfin, la CEI, moins ouverte et moins orientée vers les pays émergents, est exposée à hauteur de 4,6 points de PIB à un retournement en Asie et 5,4 points à un retournement dans le reste de la CEI.

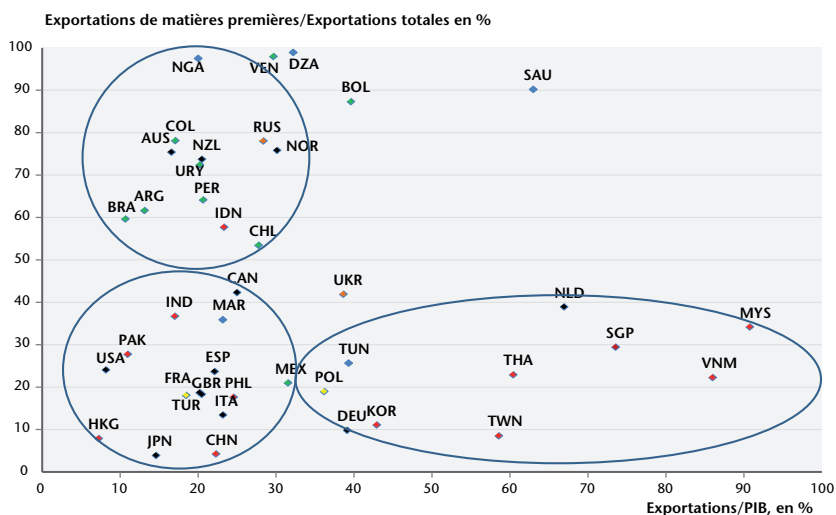
1.2. Le drame des matières premières pour de nombreux pays émergents

L'Amérique latine reste la région la plus richement dotée en ressources naturelles (graphique 11). En 2013, les exportations de matières premières représentaient 70 % des exportations de la région (hors Mexique). Poussées par l'envolée des cours pendant les années 2000, les capacités de production se sont largement développées dans le secteur primaire, souvent au détriment du secteur manufacturier. Aujourd'hui, les exportations de minerais représentent 16,4 % des exportations du Brésil, 28,4 % de celles du Chili, et 32,6 % de celles du Pérou. L'énergie représente 97,4 % des exportations du Venezuela, 66,2 % de celles de la Colombie et 53,7 % de celles de la Bolivie. Enfin, tous, à l'exception du Venezuela, sont d'importants exportateurs de produits agro-alimentaires. Ils représentent 53,6 % des exportations de l'Argentine, 71 % de celles de l'Uruguay, 35 % de celles du Brésil et 23 % du Chili.

D'autres régions sont également très liées aux exportations de matières premières. Au Proche et Moyen Orient, 80 % des exportations sont des hydrocarbures. En Afrique, l'énergie compte pour 60 % des exportations. En Russie, elle compte pour 72,6 %. Certains pays d'Asie sont aussi producteurs de matières premières (Malaisie, Indonésie). Les exportations de produits agro-alimentaires sont très importantes en Asie du Sud-Est (Vietnam, Thaïlande, Malaisie et Cambodge). Pour autant, il peut être intéressant de souligner que parmi les pays émergents, à l'exception de l'Arabie saoudite, de la Bolivie et dans une moindre mesure de l'Ukraine, les pays très spécialisés sur les exportations de matières premières n'ont pas un taux d'ouverture très élevé. C'est notamment le cas du Brésil, de l'Argentine ou de la Colombie. Ça l'est néanmoins un peu moins pour le Venezuela, le Chili ou la Russie.

Mais l'Asie en développement est moins sensible aux matières premières que les autres pays émergents et reste une plaque tournante du commerce de biens manufacturés, moins sujets à la volatilité des prix sur le marché mondial. Les exportations de produits manufacturés représentent au moins 50 % des exportations et le plus souvent 70 %, voire 80 % des échanges. En Chine notamment, les exportations de produits manufacturés représentent 94 % des exportations.

Graphique 11. Dépendance aux exportations de matières premières



Note : le nom des pays associés aux codes du graphique sont présentés en annexe.

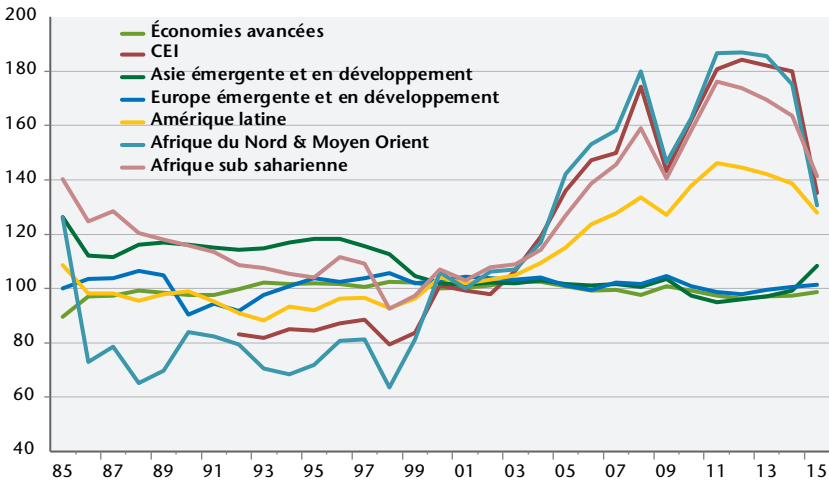
Source : CHELEM.

Cette spécialisation de nombreux pays émergents sur des produits primaires dont les cours sont fixés sur les marchés internationaux conduit à une forte volatilité des recettes d'exportation et des termes de l'échange. Pour les pays principalement exportateurs et consommateurs de produits manufacturés tels que ceux de l'Asie émergente, et dans une moindre mesure ceux de l'Europe émergente ou des pays avancés, les termes de l'échange, exprimés en dollars s'améliorent en 2015 (1,5 % pour les pays développés) tandis qu'ils s'effondrent en Amérique latine et encore davantage en Afrique et au Proche et Moyen Orient (graphique 12).

En conclusion, il apparaît que les pays les plus affectés par le fort ralentissement des PEMDEV et le retournement du prix des

matières premières sont les pays émergents eux-mêmes. Cela, du fait d'un taux d'ouverture en général plus important, d'une intégration plus marquée avec cette partie du monde et peut être et surtout du nombre très important de pays d'Amérique latine, d'Afrique et aussi d'Asie dépendants des recettes d'exportations des matières premières. De ce point de vue, le ralentissement de la Chine, première puissance commerciale du monde et premier consommateur de matières premières, pèse directement sur la croissance des autres pays par le ralentissement de ses importations en volume mais, surtout, par la baisse du prix des produits de base (Kireyev et Leonidov, 2015)⁴. Or, l'impact récessif que pourront avoir ces baisses de prix sur l'activité des pays exportateurs de matières premières jouera, *via* le commerce extérieur, sur la demande extérieure de ces pays et donc sur les exportations des autres pays. Par un effet de second tour qui touchera l'ensemble des PEMDEV, il amplifiera l'effet premier de la baisse des prix. Ainsi, en plus du canal de transmission *via* les échanges en volume, s'ajoutent de forts effets prix sur les pays exportateurs de matières premières.

Graphique 12. Termes de l'échange des grandes régions



4. Les auteurs ont montré qu'une baisse de 10 % des importations en Chine entraînerait, au terme de 4 périodes, une baisse des revenus d'exportations de l'ordre de 7,5 % du PIB pour les pays qui exportent vers la Chine. Les pays les plus dramatiquement touchés seraient Hong Kong et Singapour. Aucun pays développé ne serait significativement impacté par le choc.

Toutefois, le ralentissement de la croissance chinoise se double aussi de transformations profondes dans la nature du commerce de la Chine avec l'extérieur qu'il est difficile d'évaluer. Ainsi, selon Lemoine et Ünal (2015), « la participation de l'économie chinoise aux chaînes mondiales de production, à travers les activités de *processing*, n'est plus le moteur principal de ses performances commerciales ». Les importations ordinaires, c'est-à-dire celles principalement destinées à la demande intérieure, sont, depuis 2007, plus importantes que les importations liées aux activités d'assemblage. Les produits primaires y tiennent une place croissante – le poids des hydrocarbures, des minerais, des denrées agricoles dans les importations ordinaires est passé de 27 % à 44 % entre 2000 et 2012 – ainsi que les biens de consommation, notamment de haut de gamme (automobiles). Dès lors, une partie du ralentissement des volumes importés par la Chine est à relier à la baisse des activités de montage. Dans ce cas, les chaînes de fabrication ont été relocalisées dans les pays voisins à plus faibles coûts et le commerce s'est lui aussi délocalisé. Il n'y a pas destruction d'activité mais transfert vers les pays voisins. L'impact du ralentissement chinois sur le reste de l'Asie pourrait dans ces conditions être surestimé au seul regard de l'intégration commerciale, sans prendre en compte cette relocalisation des activités de *processing*.

2. Un changement de nature dans l'endettement qui rend les pays plus vulnérables à un retrait des capitaux

Depuis le déclenchement de la crise financière et la mise en place des politiques monétaires très accommodantes dans les économies développées, les pays émergents ont bénéficié d'un afflux de capitaux important et bon marché. D'une moyenne d'environ 200 milliards de dollars par an entre 1995 et 2006, les flux nets totaux (investissements directs, de portefeuille, prêts bancaires et dérivés) à destination des marchés émergents sont passés, selon l'*Institute of International Finance* (IIF), à plus de 500 milliards en 2007, avant de tomber à zéro au plus fort de la crise et de repartir vers un nouveau sommet en 2010. Entre 2011 et 2013, les capitaux étaient encore abondants (260 milliards en moyenne), bien qu'en baisse par rapport aux années précédentes, et avaient pu financer une croissance à crédit, les ressorts de la demande externe étant épuisés. Le problème de l'assèchement des

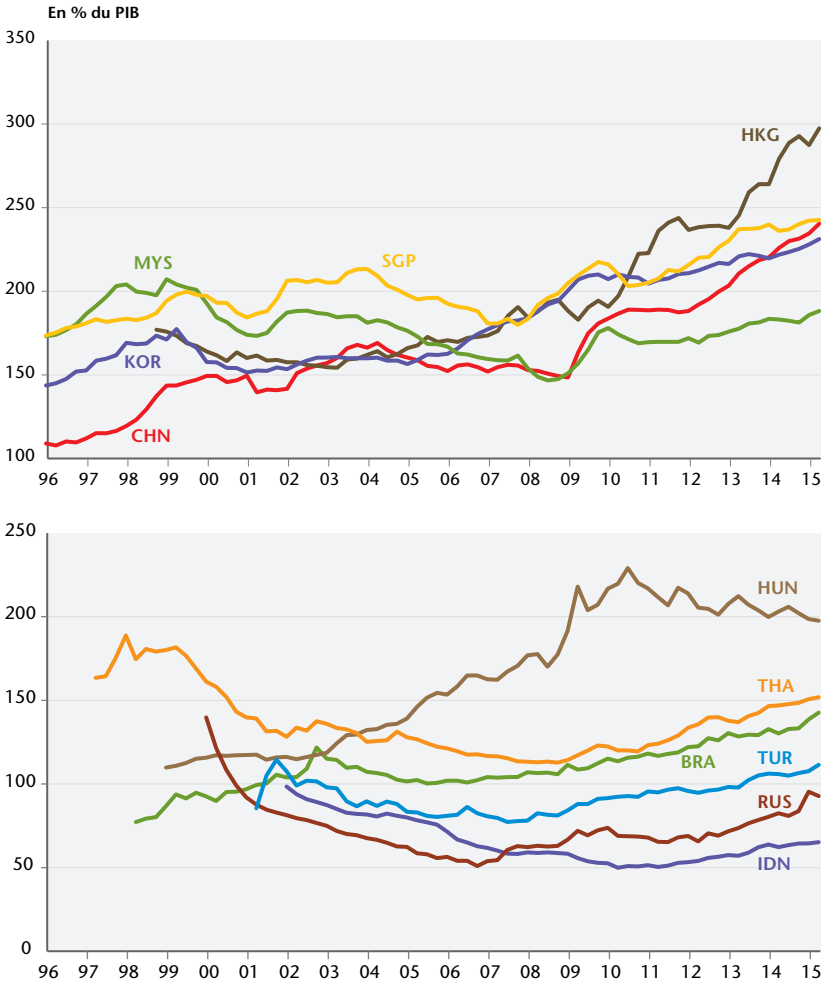
liquidités se pose depuis 2014. Cette année-là, les entrées nettes de capitaux ont été ramenées à 34 milliards de dollars et les prévisions pour 2015 et 2016 sont au rouge. Pour la première fois depuis les années 1980, l'IIF prévoit des sorties nettes de capitaux de l'ordre de 540 milliards en 2015 sous l'effet d'une chute des flux entrants (à un niveau moindre qu'en 2008 et 2009) et d'une hausse des flux sortants (de la part des petits investisseurs mais aussi, fait nouveau, des investisseurs institutionnels). Le troisième trimestre 2015 a été de ce point de vue le pire trimestre depuis la crise de 2008 et le 24 août 2015, jour où les bourses chinoises et plus largement asiatiques ont dévissé, l'IIF a dû lancer un *Flow Alert* : ce jour-là, les 7 marchés émergents suivis par l'Institut (Brésil, Hongrie, Inde, Indonésie, Corée du sud, Afrique du Sud et Thaïlande) ont subi des sorties de capitaux de la même ampleur que celles du 17 septembre 2008, au moment de la faillite de Lehman Brothers. Mais, à la différence de 2008 où la panique financière était née aux États-Unis, les sorties actuelles de capitaux des marchés des pays émergents sont liées aux inquiétudes que suscitent le ralentissement chinois et les mauvaises perspectives des pays émergents.

Les entrées de capitaux ont favorisé une très forte expansion de l'endettement domestique de l'ensemble des agents non financiers (graphique 13). Les pays ayant vu leur taux d'endettement augmenter le plus sont Hong Kong et son voisin la Chine, avec respectivement 121 et 85 points de PIB de hausse entre début 2007 et début 2015, pour atteindre en fin de période les niveaux record de respectivement 300 et 240 % du PIB⁵. La Corée du Sud a aussi vu son taux d'endettement augmenter très vite sur la période (+51 points de PIB) pour arriver à 231 % du PIB. De même pour la Malaisie et la Thaïlande, mais à une échelle moindre et avec un taux d'endettement qui, à 188 % et 152 % du PIB, reste cependant moins élevé qu'en 1997. Le Brésil et la Russie, pris dans la tourmente de la récession voient leur taux d'endettement s'accroître depuis un an à respectivement 143 % et 93 % du PIB début 2015. Seule l'Europe de l'Est, malgré le relâchement des conditions de prêts bancaires, enregistre depuis plusieurs années une baisse des nouveaux crédits en provenance de l'étranger et est entrée dans

5. À ce titre, on peut noter que Hong Kong, place financière internationale majeure, se fixe comme objectif de devenir la principale place de financement *off shore* de la croissance chinoise (Eloy, 2014).

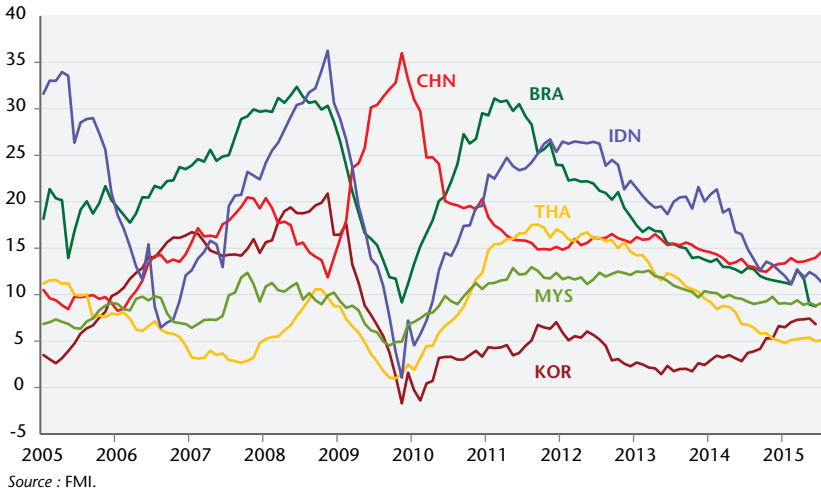
une phase de désendettement. Si les nouveaux crédits ralentissent, ils restent malgré tout encore élevés. En Corée du Sud, la croissance a atteint un nouveau pic à l'été 2015. En Chine, la baisse des taux d'intérêt à commencer à stimuler le crédit qui repart depuis la fin de l'année 2014 (voir graphique 9).

Graphique 13. Crédits au secteur privé et public non financier



Source : BRI.

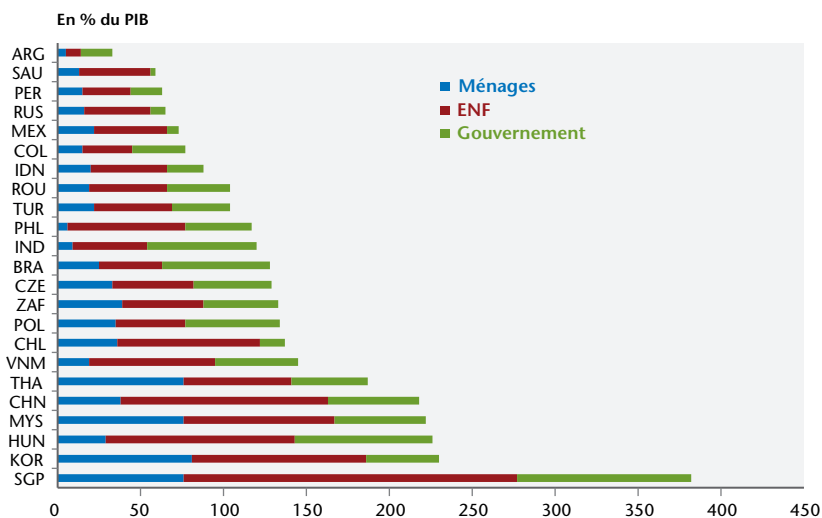
Graphique 14. Nouveaux crédits au secteur privé



Cette hausse de l'endettement vient essentiellement du secteur privé et principalement des entreprises non financières qui ont utilisé ce levier financier pour investir (graphique 15). Entre 2007 et 2014, la dette des entreprises non financières a augmenté de 25 points de PIB pour frôler 75 % en fin de période (GFST, 2015). Selon l'Institut McKinsey (Dobbs *et alii*, 2015), la hausse a été la plus forte en Chine (le taux d'endettement est passé de 73 % à 125 % du PIB entre 2007 et 2014) mais a aussi été très importante en Hongrie, Corée du Sud, Turquie et Chili. En Malaisie, en Indonésie et au Brésil, la hausse est un peu moindre mais peut être inquiétante. La dette des ménages reste relativement faible (sauf en Corée du Sud, en Malaisie et en Thaïlande), mais elle a augmenté rapidement entre 2007 et 2014 (surtout en Thaïlande, en Chine et en Corée du Sud). La dette publique a progressé aussi rapidement pour un certain nombre de pays (notamment d'Europe de l'Est mais aussi de Singapour, du Mexique, de l'Afrique du Sud et plus récemment du Brésil) et demeure peu élevée dans ces pays.

Simultanément, les sources de financement se sont modifiées. Si l'encours de dette reste principalement bancaire, les flux ont ralenti, voire baissé, sous l'effet probable de la priorité donnée par les établissements bancaires à la consolidation de leur bilan et à la mise en place des nouvelles normes de régulation prudentielles. La dette continue d'augmenter en Asie (à 120 % du PIB régional en

Graphique 15. Dette des agents non financiers



2014) mais s'est stabilisée depuis 2013 en Amérique latine (à 80 % du PIB) et baisse dans les pays émergents d'Europe (de 100 % en 2012, elle est passée à 80 % du PIB). La BRI souligne, dans son dernier rapport, le risque de tensions bancaires sérieuses dans les prochaines années notamment au Brésil, en Indonésie, à Singapour, en Thaïlande et surtout en Chine. Ces risques seront accrus dans l'hypothèse où les conditions monétaires viendraient à se resserrer (hausse des taux domestiques, mais aussi hausse des *spreads* sur le marché international de la dette ou bien baisse des taux de change⁶).

Parallèlement à la moindre liquidité bancaire, on a assisté entre 2010 et 2013, au développement du marché de la dette obligataire portée par les entreprises non financières de la Chine (qui représentent à elles seules la moitié des émissions d'obligations) mais aussi de presque tous les autres pays émergents d'Asie et d'Amérique latine (sauf Malaisie et Argentine) – *via* notamment des filiales installées dans les centres financiers *off shore*. Selon le FMI⁷, la dette

6. L'IIF estime par exemple que l'appréciation du real brésilien ou de la livre turque a augmenté la dette des entreprises de 7,3 points du PIB au Brésil et de 6,2 points en Turquie (*Financial Times* du 1/10/2015).

7. La décomposition de l'origine de la dette des entreprises, présentée par le FMI, s'appuie sur un travail réalisé par Ayala, Nedeljkovic et Saborowski (2015).

obligataire des pays émergents a doublé entre 2008 et 2014 pour représenter, en 2014, 75 % du PIB des pays émergents et 17 % de la dette totale (le reste est couvert à 78 % par la dette bancaire domestique et à 5 % par la dette bancaire extérieure). En Amérique latine, les obligations ont principalement été émises en monnaie étrangère, sauf pour ce qui concerne la dette publique ce qui réduit son exposition au risque de change⁸. En Asie, par contre, les émissions d'obligations publiques et privées ont été faites principalement en monnaie domestique.

Cet excès d'endettement a nourri des déséquilibres qu'il s'agit aujourd'hui de résorber, sous réserve que le fort ralentissement économique dans les pays émergents se double d'une hausse des prêts non performants et alimente une dégradation des systèmes financiers nationaux. Or, le désendettement est d'autant plus difficile à réaliser que la croissance ralentit. C'est l'un des défis majeurs auquel est confrontée la Chine, engagée vers un modèle de croissance structurellement moins rapide que par le passé.

2.1. Focus sur la situation en Chine

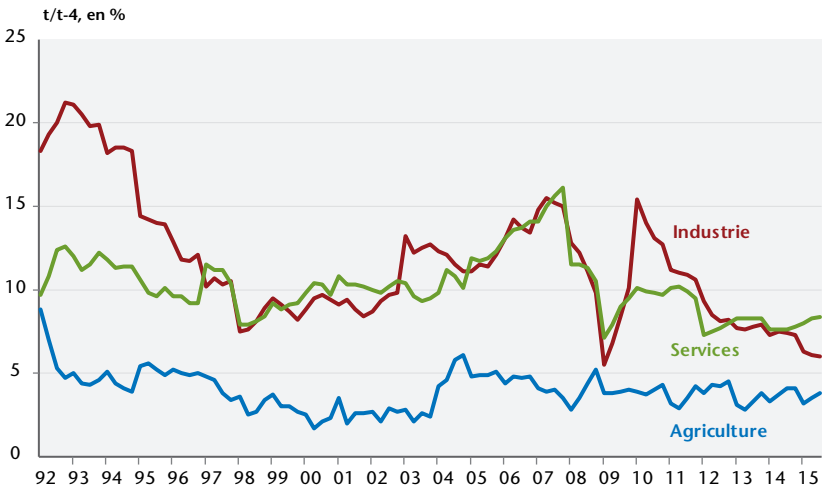
Les enjeux du ralentissement chinois

Après une moyenne de plus de 10 % par an entre 2002 et 2011, la croissance chinoise n'en finit pas de ralentir : 7,8 % en 2013, 7,4 % en 2014 et probablement moins de 7 % en 2015, qui reste l'objectif des autorités chinoises (Heyer, 2015). Derrière ce ralentissement, se trouvent la réduction de l'investissement (qui compte pour 45 % du PIB), notamment de la partie « résidentiel », et le ralentissement des exportations. La consommation des ménages reste une composante solide – les ventes au détail ont progressé de 10,9 % sur un an en septembre –, soutenue notamment par la fermeté des salaires réels. Du point de vue de l'offre, le ralentissement vient du secteur industriel : sur un an, la progression de la valeur ajoutée dans l'industrie est passée de 7,4 % au troisième trimestre 2014 à 6 % au troisième trimestre 2015 (graphique 16). Dans le secteur des services, elle s'accélère légèrement à 8,4 % et

8. À cet effet, on peut noter que l'écart de taux entre une obligation souveraine brésilienne et une obligation à 10 ans du Trésor américain a augmenté de 100 points de base au cours des deux dernières années, ce qui compte tenu de la récession brésilienne et de la forte dépréciation du real, reste relativement contenu.

dans le secteur agricole, elle progresse régulièrement, autour de 3,7 %. L'inflation sur les prix à la consommation est très faible : 1,6 % en septembre dernier, freinée par la baisse des prix de production observée depuis plus de trois ans et demi (-5,9 % en septembre) sous l'effet de la baisse des prix des intrants importés et de l'appréciation du yuan mais aussi de l'ampleur des invendus et des surcapacités industrielles. La chute des importations en valeur fait exploser le solde commercial avec un excédent de 60 milliards en septembre. En 2014, le solde courant était de 2,1 % du PIB. Il devrait augmenter en 2015.

Graphique 16. Croissance du PIB selon ses composantes d'offre



Source : Bureau national des statistiques.

Les inquiétudes face au risque d'un retournement plus marqué qu'annoncé par les autorités ont déclenché en juin dernier un vent de panique sur les marchés boursiers. Après une année d'emballage (+150 % entre juillet 2014 et juin 2015), la Bourse de Shanghai a perdu plus de 50 % de sa valeur en à peine 3 mois. Les autres places financières d'Asie ont suivi et en septembre dernier, les places de New York, Londres et Paris ont été également touchées. Depuis, les indices sont remontés mais restent en deçà de leur valeur antérieure, témoignant d'un ajustement dans les secteurs les plus exposés au ralentissement chinois (biens d'équipement, industrie du luxe, ...).

Pour contrer le risque d'un ralentissement économique plus violent qu'escompté aux tendances déflationnistes et surtout potentiellement déclencheur d'une grave crise financière et sociale, les autorités multiplient depuis fin 2014 les baisses de taux d'intérêt et les mesures d'assouplissement monétaire. Mais les conditions financières restent globalement restrictives. À l'heure où nombre de monnaies se sont dépréciées face au dollar, le taux de change effectif réel du yuan s'est apprécié de plus de 30 % depuis 2010, dégradant la compétitivité des produits nationaux. Sous l'effet du ralentissement de l'inflation, les taux d'intérêt réels ne cessent d'augmenter depuis l'été 2014. Mais aussi, dans le souci de mieux contrôler l'endettement privé, les autorités ont pris des mesures destinées à réduire l'exposition au *shadow banking*, une des préoccupations majeures des autorités. Simultanément, des mesures de relance budgétaire pourraient être prises dans le courant de l'année 2016.

Ce dernier point illustre bien toute la complexité de la tâche des autorités chinoises. La transition vers un modèle de développement davantage orienté vers la demande intérieure conduit à une croissance plus faible et plus riche en emplois du fait de la conversion des activités industrielles d'exportation vers des activités de services. Mais ce ralentissement rend plus difficile la résolution des déséquilibres (surcapacités dans certains secteurs, taux d'endettement très élevé des agents privés et des collectivités). Si la croissance est trop faible, le risque d'une montée rapide des créances douteuses au bilan des institutions de financement se pose. En plus du risque de tensions dans le secteur financier, se pose la question de la stabilité sociale. Dès lors, l'enjeu des autorités est bien d'accompagner cette période de transition afin que la croissance soit suffisante pour éviter les dérapages. Nous pensons que les autorités ont les moyens d'éviter ce scénario catastrophe, notamment en prenant des mesures de soutien à l'économie, en contrôlant davantage l'offre de prêts issus du *shadow banking* et en réorientant l'offre vers des activités stratégiques, et si besoin, en renflouant le secteur bancaire, notamment public.

2.2. Des excès d'investissement...

Actuellement, plusieurs secteurs industriels font face à d'importantes surcapacités. Selon la Banque asiatique de développement, 19 des 29 principaux secteurs industriels seraient en situation de

surcapacités dont ceux de l'automobile, des machines et équipements électriques, mais aussi de l'industrie lourde tels que ceux liés aux industries de transformation de métaux ferreux, non ferreux, ou de matériaux d'extraction de base.

Ces surcapacités sont en grande partie la conséquence du vaste plan de relance (600 milliards de dollars) mis en place en 2009 pour éviter un trou d'air à l'économie chinoise et essentiellement tournée vers les infrastructures (voies ferroviaires, irrigations, aéroports, ...). C'est ainsi que de 2010 à 2012, l'investissement a contribué à plus de 50 % à la croissance du PIB. Selon une étude (Lafarguette et Hewei, 2013), l'effet multiplicateur du plan de relance est très élevé (3 selon les estimations des auteurs sur la période 2009-2012), confirmant le rôle moteur de ces dépenses d'infrastructures sur la croissance. Le plan a suscité d'importantes vagues d'investissements de la part du secteur privé, au risque d'une mauvaise allocation du capital et de la création de bulles. C'est notamment ce qui s'est passé dans le secteur de l'immobilier. Face à l'essor de l'urbanisation, pendant du nouveau modèle de croissance basé sur la consommation des ménages⁹, le plan de relance a favorisé la construction à grande échelle d'un nouveau parc de logements bien supérieur à la demande réelle, financé à crédits et largement encouragé par le gouvernement¹⁰. Poussée par des investissements spéculatifs, la hausse des prix s'est accélérée à partir de 2012 jusqu'en mars 2014 (pour atteindre un rythme de l'ordre de 20 % sur un an). Depuis, face au déséquilibre entre une demande encore trop faible et une offre abondante, le marché s'est retourné. Depuis le printemps 2014, les prix ont ainsi baissé de plus de 5 % sur un an et aujourd'hui encore, le marché reste largement excédentaire, les ventes de logement continuant de baisser. Par

9. Le taux d'urbanisation (53,7 % en 2013) a doublé depuis 1995, largement nourri par la migration des populations en provenance des campagnes. Selon le Conseil d'État du 15 mars 2014, le processus devrait se poursuivre pour atteindre l'objectif d'urbaniser 60 % de la population, mais à un rythme moindre (0,9 % par an d'ici 2020 contre 1,3 % au cours de ces 10 dernières années). Face aux problèmes environnementaux, l'accent est mis sur le développement de normes de construction écologique. Voir Urban (2014).

10. Et encouragé notamment par les collectivités locales pour lesquelles la réquisition de terres arables, achetées aux paysans à des prix sous-évalués, à des fins de construction – éventuellement de villes fantômes ! –, a permis de financer des programmes de développement et de dégager d'intéressants excédents. En 2013, la vente du droit d'usage des terrains à des promoteurs privés a représenté une source de revenu pour les collectivités locales, de l'ordre de 7,3 % du PIB. A noter que, selon la Cour des comptes chinoise, en juin 2013, 37 % de la dette locale étaient garantis par les terrains ou les droits d'usage des terrains.

ailleurs, le développement du secteur de la construction a entraîné dans son sillage des pans entiers de l'industrie chinoise. Si l'on inclut l'ensemble des secteurs qui lui sont liés, 33 % de la valeur ajoutée produite dans le pays serait liés au secteur de l'immobilier. Dès lors, une grande partie des surcapacités s'explique par le plongeon de ce secteur.

Selon une étude du FMI (Lee *et alii*, 2012), le surinvestissement aurait représenté presque 10 % du PIB en 2009. Ces surcapacités se sont accrues depuis avec le ralentissement économique. Dans les entreprises de l'industrie automobile, le taux d'utilisation des équipements ne permettrait plus aujourd'hui d'atteindre les seuils de rentabilité. Quant à la surproduction d'acier chinoise, elle ne cesse d'augmenter et représente à elle seule la moitié de la surproduction mondiale¹¹.

2.3.à un taux d'endettement préoccupant

Ces investissements ont engendré une forte montée de l'endettement alors même que la rentabilité du capital s'amenuisait, voire que les plus-values attendues se transformaient en moins-values. Le problème de l'endettement, et surtout sa dynamique, est donc préoccupant (graphique 17). Depuis 2007, le taux d'endettement a presque doublé et cet emballement s'accompagne d'une hausse des risques qui tient aux caractéristiques de la dette chinoises (Dobbs, 2015).

— Près de la moitié de la dette des ménages, entreprises non financières et du gouvernement est liée directement ou indirectement au secteur de l'immobilier. Les prêts aux promoteurs immobiliers (*real estate developers*) compteraient pour environ 10 à 15 % de l'encours total de prêts, soit une part équivalente à celle des prêts aux entreprises liées au secteur de la construction (ciment, acier, ...). Les ménages détiendraient environ 8 % de cette dette pour avoir investi dans l'immobilier (au titre de l'achat de la résidence principale ou bien d'un placement plus rentable que ce qu'offre un dépôt bancaire). Enfin, la dette des collectivités locales compte pour 10 % du total. Dès lors, la baisse des prix dans l'immobilier et l'accumulation de stocks de logements invendus peuvent

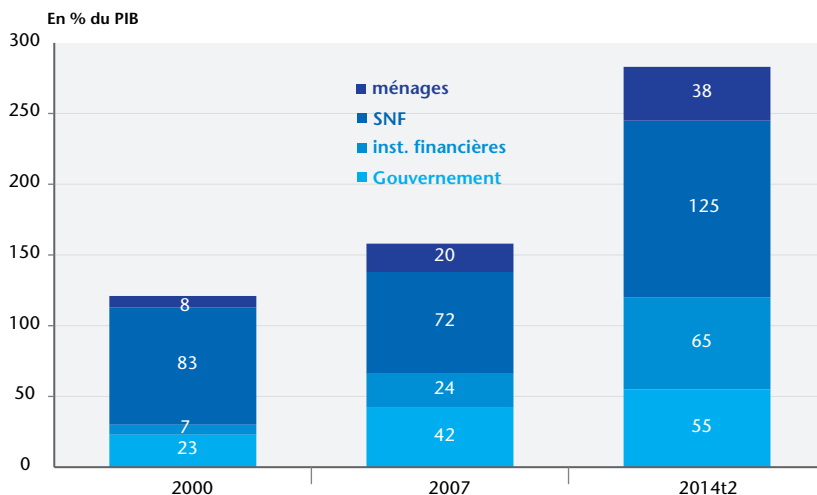
11. <http://www.lesechos.fr/monde/chine/021280576332-la-chine-sous-la-menace-des-surcapacites-industrielles-1147750.php>

placer les débiteurs dans une situation financière très délicate et favoriser la hausse des prêts non performants. Si elle venait à se développer, cette situation affecterait la qualité des bilans des institutions de crédits et pourrait conduire à des faillites financières.

— Si la dette du gouvernement reste faible, plus de la moitié a été émise par les collectivités locales auprès des banques pour financer les investissements et projets de construction liés au plan de relance de 2009 *via* les véhicules de financement. Ces véhicules de financement sont des structures créées par les collectivités locales pour émettre de la dette hors bilan (car selon la loi, les collectivités ne peuvent ni être en déficit ni s'endetter) gagée sur la valeur des terrains qu'elles ont à leur actif. Mais surtout, dès lors que les banques ont été contraintes par la réglementation en vigueur sur les fonds propres, les collectivités se sont tournées massivement vers le *shadow banking* pour trouver de nouveaux financements. Cela s'est fait d'autant plus facilement que les collectivités bénéficient de la garantie implicite du gouvernement qui a largement encouragé le processus pour financer ses projets de relance (Lafarguette et Hwei, 2013). Avec la crise que connaît le marché de l'immobilier, plusieurs provinces sont en grave difficultés financières et utilisent la vente de terrains pour rembourser leur dette. Pour éviter un dérapage, des mesures ont été prises par le gouvernement : une partie de la dette des collectivités a été consolidée et rééchelonnée et, à la fin 2014, la conversion de crédits bancaires en obligations a été autorisée. La mauvaise santé financière des collectivités locales chinoises combinée à une forte dépendance au marché de l'immobilier place le secteur bancaire en situation difficile.

— Au deuxième trimestre 2014, un tiers de l'encours de la dette totale chinoise a été contracté auprès du *shadow banking*. C'est la composante qui s'est développée le plus vite depuis 2007, notamment pour financer des projets immobiliers, dans le secteur minier et auprès des collectivités locales. C'est également celle que le gouvernement cherche à dégonfler car elle est la plus exposée aux risques de prêts toxiques. La tâche est délicate puisque les autorités cherchent en même temps à stimuler le crédit pour soutenir la croissance. Il s'agit donc d'orienter les financements bancaires vers des secteurs très ciblés, de freiner le recours au *shadow banking* pour les emprunteurs déjà à risque et d'accroître les mécanismes de marché sur le secteur bancaire.

Graphique 17. Taux d'endettement en Chine



Source : McKynsey Global Institute, 2015.

Pour faire face à ces défis, les autorités doivent disposer d'outils adaptés. L'assouplissement du régime de change décidé au cours de l'été 2015 s'inscrit dans cette logique. En laissant le mode de fixation du taux de change se rapprocher des tendances du marché, les autorités assouplissent leur objectif de change et se réapproprient des instruments de politique monétaire qu'elles peuvent utiliser à des fins de régulation macro-économique. Ce changement de cap s'inscrit dans la volonté de réforme du marché financier domestique et de libéralisation des taux d'intérêt. Cela prendra du temps et se traduira par une hausse des taux d'intérêt. En attendant, il s'agit de réduire l'endettement des agents privés et des collectivités locales tout en stimulant la croissance pour éviter les déséquilibres financiers, créer des emplois et maintenir la cohésion sociale. La dette extérieure est faible et la dette publique reste modérée. En toute vraisemblance, les autorités chinoises seront capables de relever tous ces défis. Mais ce qui est sûr, c'est que la croissance chinoise ne soutiendra plus la croissance mondiale comme elle l'a fait jusqu'en 2013.

Références

- Ayala D., M. Nedeljkovic, et C. Saborowski, 2015, « What Slice of the Pie? The Corporate Bond Market Boom in Emerging Economies », *Strategy Policy and Review Department Working Paper* WP/15/148, IMF, juillet
- BIS, *Quarterly Review*, différents numéros.
- Dobbs R., S. Lund, J. Woetzel et M. Mutafchieva, 2015, *Debt and (not much) deleveraging*, Report, McKinsey Global Institute, février (http://www.mckinsey.com/insights/economic_studies/debt_and_not_much_deleveraging)
- Eloy R., 2014, *La compétitivité de la place financière de Hong Kong*, Note du Consulat Général de France à Hong Kong, Service économique, 7 avril.
- Heyer É., 2015, « L'ampleur du ralentissement chinois et son impact sur les grands pays développés, une analyse économétrique », *Revue de l'OFCE*, 144.
- IMF, 2015, *Global Financial Stability Report*, octobre.
- Kireyev A. et A. Leonidov, 2015, Network Effects of International Shocks and Spillovers, *IMF WP* 15/149, July. (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp15149.pdf>)
- Lafarguette R. et Z. Hewei, 2013, Les infrastructures en Chine et leur financement, *Variances* 47, mai
- Lee I.H., M. Syed, and L.Xueyan, 2012, « Is China Over-Investing and Does it Matter? », *IMF Working Paper* 12/277, novembre.
- Lemoine F. et D. Ünal, 2015, « les mutations du commerce extérieur chinois », *La lettre du CEPPII*, mars.
- Urban M. (2014), *L'urbanisation en Chine continentale*, Note du Service économique régional de Pékin, DGTPE, 25 avril.

ANNEXE : Code ISO à 3 chiffres des pays développés et émergents suivis dans l'étude

Argentine	ARG
Australie	AUS
Bolivie	BOL
Brésil	BRA
Brunei Darussalam	BRN
Canada	CAN
Chili	CHL
Chine	CHN
Colombie	COL
Allemagne	DEU
Algérie	DZA
Espagne	ESP
France	FRA
Royaume-Uni	GBR
Hong Kong	HKG
Indonésie	IDN
Inde	IND
Italie	ITA
Japon	JPN
Corée du Sud	KOR
Maroc	MAR
Mexique	MEX
Malaisie	MYS
Nigéria	NGA
Pays-Bas	NLD
Norvège	NOR
Nouvelle-Zélande	NZL
Pakistan	PAK
Pérou	PER
Philippines	PHL
Pologne	POL
Russie, fédération de	RUS
Arabie saoudite	SAU
Singapour	SGP
Thaïlande	THA
Tunisie	TUN
Turquie	TUR
Taiwan	TWN
Ukraine	UKR
Uruguay	URY
États-Unis	USA
Venezuela	VEN
Viêt Nam	VNM