



**LA SITUATION DES PAYS ÉMERGENTS CONSTITUE
AUJOURD'HUI UN FACTEUR SUPPLÉMENTAIRE
D'INCERTITUDE SUR LA CROISSANCE DES PAYS
DÉVELOPPÉS**

Michel FRIED

**1. LE BIAIS OPTIMISTE QUI AFFECTE LES PERSPECTIVES DE
CROISSANCE DES PAYS DÉVELOPPÉS, CONCERNE DÉSORMAIS
AUSSI LES PAYS ÉMERGENTS**

Les grands instituts de conjoncture ont dû, à nouveau, en janvier 2016, réviser à la baisse leurs estimations de croissance concernant 2015, et anticiper, pour 2016 et 2017, des perspectives de croissance molle, à peine plus soutenue que celle de 2014, comme le montrent ci-dessous, à titre d'exemple, les prévisions du FMI publiées en janvier 2016 :

PRÉVISIONS DE CROISSANCE MONDIALE 2016-2017

(en %)	2012	2013	2014	2015 ^{e*}	2016p	2017p
PIB mondial	3,2	3,0	3,4	3,1 (4,0)	3,4	3,6
dont Pays avancés	1,4	1,3	1,8	1,9 (2,3)	2,1	2,1
-USA	2,8	1,9	2,4	2,5 (3,0)	2,6	2,8
-Zone Euro	-0,7	-0,5	0,9	1,5 (1,4)	1,7	1,7
Pays émergents	5,0	4,7	4,6	4,0 (5,4)	4,3	4,7
(y compris en dévt.)	7,7	7,7	7,3	6,9 (6,8))	6,3	6,0
dont -Chine	5,1	6,9	7,3	7,3 (7,3)	7,5	7,5
-Inde	3,4	1,3	0,6	-3,7 (2,5)	-1,0	1,0
-Russie	1,8	2,7	0,1	-3,8 (2,9)	-3,5	0,0
-Brésil						
Δ cours du pétrole (en \$)	1,0	-0,9	-7,5	-47,1 (-5,2)	-17,6	14,9
Δ cours des autres matières premières	-10,0	-1,2	-4,0	-17,4 (-2,4)	-7,5	0,4
Commerce mondial	2,8	3,0	3,4	2,6 (5,4)	3,4	4,1

*Entre parenthèses, prévision pour 2015 publiées en janvier 2014

La croissance de l'ensemble des pays avancés est restée inférieure à 2% en 2015 et celle de la zone euro est encore plus faible (1,5%). Comme le note le FMI, en octobre 2015, « le retour à une croissance robuste et synchronisée [de l'économie mondiale] semble se dérober » ; il explique ce constat par deux hypothèses : d'une part, la possibilité que la croissance potentielle ait été entamée du fait de la récession de 2008-2009 et, d'autre part, par la nécessité que l'économie mondiale s'adapte au repli du prix des matières premières, hypothèse qui lui semble suffisamment prégnante pour qu'il en fasse le titre de son dernier exercice de prévision.

Les prévisions de croissance des instituts de conjoncture ont été entachées ces dernières années par un biais optimiste systématique, biais qui pourrait provenir d'une surestimation de la portée des politiques d'offre largement mises en œuvre actuellement. La comparaison des prévisions du FMI pour l'année 2015 effectuées à deux ans d'intervalle met en évidence l'importance actuelle de l'erreur de prévision : pour les pays avancés, elle a été de 0,4 point, mais elle atteint 1,4 point pour les pays émergents. Fait encore plus troublant, l'erreur de prévision sur l'évolution des échanges mondiaux est encore plus importante, au point que la relation habituelle avec l'évolution de la production mondiale (élasticité entre 1,5 et 2) semble brisée.

Les liens étroits que les économies de ces pays entretiennent avec les pays avancés, font que la croissance de chacun de ces deux ensembles est pour partie dépendante de celle de l'autre, mais que la dynamique de chaque ensemble repose aussi sur des facteurs qui lui sont propres. La présente note entend rappeler quelques-uns des facteurs qui, du côté des pays émergents, alimentent cette relation dialectique. Quatre thèmes seront successivement abordés, qui tous montrent qu'une partie des risques actuels provient d'évolutions spécifiques, en totalité ou en partie, aux pays émergents : le choc boursier mondial actuel, les conséquences du recentrage de l'économie chinoise, la crise des produits de base et le rôle des chaînes de valeur mondiales.

2. LE CHOC, NON ANTICIPÉ, SUBI PAR LES BOURSES MONDIALES A SON ORIGINE EN CHINE

La prise de conscience, par les investisseurs en Bourse, de la détérioration du contexte économique a été tardive, et ne s'est produite qu'après une longue période d'euphorie boursière : après une première baisse des Bourses à la fin du printemps 2015, celles-ci ont repris leur croissance jusqu'à la fin de l'année 2015, sans toutefois parvenir à effacer ce premier recul, puis se sont effondrées à nouveau depuis janvier 2016 ; le 11 février, le recul de l'ensemble des bourses sur le pic de 2015 est d'environ 25%, le Dow Jones américain résistant mieux, et la Bourse de Shanghai baissant de presque 50% (ce qui n'efface pas la hausse de 150% constatée de juillet 2014 à juin 2015). Cet effondrement intervient dans un contexte de forte volatilité des performances quotidiennes, ce qui est un indice de l'incertitude où se trouvent les investisseurs.

EVOLUTION DES INDICES BOURSIERS DEPUIS 12 MOIS

(indice 100 au premier pic, et variations en %)	Pic printemps-été 2015	Creux été-automne 2015	Pic relatif novembre 2015	Cours du 11/02/2016
Etats-Unis (DJ indust.)	100 (18/5/15)	89 (26/8/15)	97 (2/11/15)	87,3
Allemagne (Dax)	100 (13/4/15)	77,1 (1/10/15)	92,2 (30/11/15)	72,7
France (Cac40)	100 (10/8/15)	83,9 (28/9/15)	95,9 (5/11/15)	76,9
Chine (Shanghai)	100 (12/6/15)	59,7 (27/8/15)	70,6 (25/11/15)	53,5

Trois thèses s’opposent, l’une rose et les deux autres plus sombres, pour expliquer ce krach :

- 1) Pour certains, la chute des indices ne ferait que corriger les excès de la période d’euphorie boursière de 2013-2014, lorsque les marchés financiers avaient pris acte des anticipations du retour à un rythme de croissance « normal », après le ralentissement de 2012, et même la franche récession de la zone euro¹. Selon cette thèse, le changement de la politique chinoise ne serait pas à l’origine de la crise boursière et, en tout état de cause, ne devrait pas provoquer de dommages significatifs sur la croissance mondiale.
- 2) D’autres analystes considèrent que la conjoncture actuelle commence à rappeler la période 2007-2008, période caractérisée par la dévalorisation d’une partie des actifs bancaires en raison de la crise des subprimes. La consolidation du système bancaire des pays avancés n’est pas totalement achevée, comme le montrent les difficultés actuelles de certaines banques², et est à peine amorcée dans les pays émergents dont les systèmes financiers subissent un alourdissement important de leurs stocks de créances douteuses. L’interpénétration des systèmes financiers des deux ensembles de pays ferait alors peser les risques d’une crise du type de celle de 2008-2009.
- 3) Enfin les pays émergents, comme les pays avancés, souffriraient du mauvais dosage des politiques économiques, qui auraient privilégié les mesures d’offre, au mieux lentes à produire leurs effets, au détriment des mesures de soutien de la demande. De grandes institutions comme l’OCDE ou le FMI, sans renier leur soutien aux politiques d’offre, soutiennent actuellement cette approche.

2.1. LES INCERTITUDES DU RECENTRAGE DE L’ÉCONOMIE CHINOISE

La Chine est devenue la seconde économie mondiale (au taux de change courant), devant les Etats-Unis, et le deuxième importateur mondial derrière la zone euro ; sa situation économique est désormais un paramètre essentiel de la croissance des pays développés³. Le changement de son modèle de croissance est donc un évènement de première importance, non seulement pour ses partenaires asiatiques traditionnels, mais aussi pour la croissance de l’économie mondiale.

IMPORTANCE RELATIVE DES PAYS OU ZONES DANS L’ÉCONOMIE MONDIALE (ANNÉE 2014)

(en % du total monde)	% du PIB	% des exports*
Pays avancés	42,9	62,2
dont : - Etats-Unis	15,9	10,0
- Zone euro	12,2	25,7
Pays émergents	57,1	37,8
dont : - Chine	10,6	10,5
- Russie	3,3	2,4
- Brésil	3,0	1,9

*Exportations de biens et services
(Source : FMI)

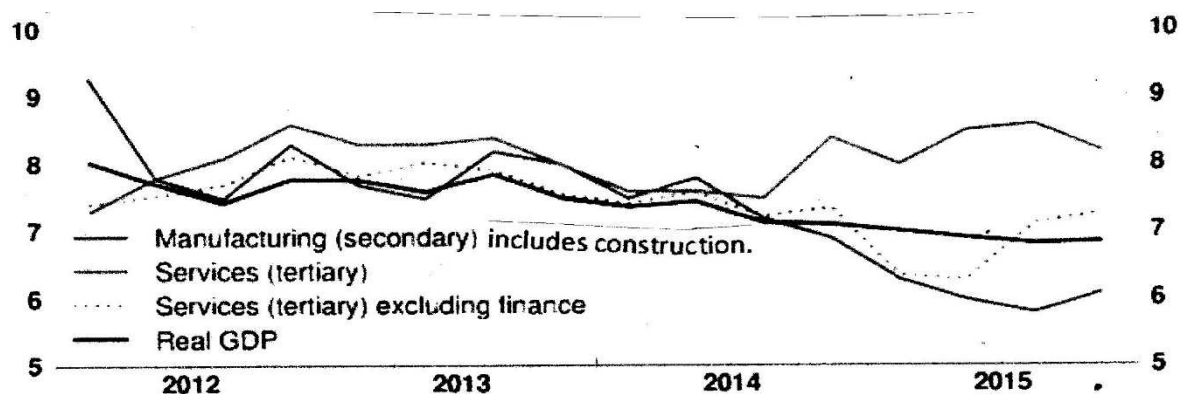
¹ Les périodes d’euphorie boursière peuvent atteindre des sommets qui se révèlent inaccessibles 15 ans après : ainsi les anticipations engendrées par le développement des nouvelles technologies numériques avaient porté le CAC 40 à son maximum historique de 6944 le 4 septembre 2000. Le niveau actuel de cet indice est aujourd’hui (12 février 2016) de 3995 soit 47,5% en dessous de son pic historique ...

² A titre d’exemples récents, on remarquera que deux banques britanniques n’ont réussi que d’extrême justesse les stress tests imposés par leur banque centrale, que l’Italie a dû renflouer quatre petites banques ou encore les problèmes que rencontre la Deutsche Bank.

³ En 2013 Les exportations à destination de la Chine représentaient 0,7% des PIB américains ou français, 2,4% du PIB japonais, 2,2% du PIB allemand, mais aussi 1,8% du PIB russe ou 11,7% du PIB coréen.

La réussite du recentrage de l'économie chinoise suppose qu'au fur et à mesure que la hausse programmée des salaires chinois (les coûts unitaires de main d'œuvre ont progressé de 37% depuis 2010) se réalise et que l'« atelier du monde »⁴ perd sa compétitivité pour ses activités traditionnelles d'exportation, le relais puisse être pris par la montée en gamme de sa production industrielle, et le développement de nouvelles activités tournées vers la demande intérieure, en particulier vers celle des ménages et l'investissement des entreprises ; l'industrie et la construction, qui représentent toujours près de la moitié du PIB chinois, sont donc profondément impactées par les mesures de politique économique destinées à faciliter la réorientation des appareils de production, notamment les importants allègements fiscaux consentis aux ménages et aux entreprises.

EVOLUTION DES COMPOSANTES DU PIB DE LA CHINE



(Source : OCDE)

L'une des contraintes majeures que doit affronter le gouvernement chinois est l'impossibilité politique d'utiliser le chômage comme une variable d'adaptation à cette mutation, alors que la population agricole, qui représente 35% de la population active mais ne contribue qu'à 10% du PIB chinois, a entamé une migration massive vers les villes.

Le commerce extérieur chinois a amorcé sa mutation : la part des échanges en « processing »⁵ décline au profit des exportations « ordinaires » réalisées surtout par des firmes à capitaux chinois⁶ et le contenu en importations des exportations chinoises a fortement baissé depuis son point haut des années 1990, passant de 60% à 35% actuellement, selon les analyses de la Banque Mondiale

Pour l'instant du moins, la mutation du modèle productif chinois a un coût, celui du ralentissement de la croissance chinoise : la production industrielle et les exportations ont été en repli en 2015, d'importantes surcapacités sont apparues dans l'industrie, dans les biens intermédiaires en particulier⁷, les immeubles qui viennent d'être construits restent en partie vides et les infrastructures qui leur sont liées sont souvent inutilisées. La résorption des surcapacités chinoises est un des enjeux majeurs non seulement de la réussite du recentrage chinois, mais aussi de l'équilibre de la production de certains biens intermédiaires, de l'acier en particulier, réalisée dans les pays avancés, qui subissent les prix de dumping chinois, mais aussi de la préservation de la capacité concurrentielle de la production de certains biens

⁴ Les exportations de la Chine représentent près de 30% de son PIB et sont réalisées pour la moitié environ par les filiales chinoises d'entreprises étrangères

⁵ Opérations internationales d'assemblage réalisées surtout par des filiales de groupe étrangers.

⁶ Cf « Mutation du commerce chinois », lettre du CEPIL, mars 2015

⁷ En 2014, le taux d'utilisation des capacités de production chinoise était de 71% pour l'acier, de 76% pour l'aluminium, et de 60% pour les raffineries.

intermédiaires réalisée dans les pays avancés , de l'acier en particulier, à concurrencer les exportations chinoises soutenues par des prix de dumping"⁸.

La croissance chinoise, qui était proche de 10% par an dans les années 2000, ne devrait plus être que de 6% en 2017 ; ce ralentissement a pesé fortement sur le cours des produits de base en 2015, produits dont la Chine est un important consommateur : en 2014, le marché intérieur chinois a absorbé 51% de la consommation mondiale de charbon, 46% de celle d'acier et 51% de celle de cuivre, le repli de la croissance chinoise génère donc d'importantes capacités de production inutilisées qui pèsent sur les prix de ces produits ; on notera que la Chine, consommateur très modéré du pétrole et du gaz (respectivement 12% et 15% de la consommation mondiale), n'est pas à l'origine de l'effondrement des cours du pétrole.

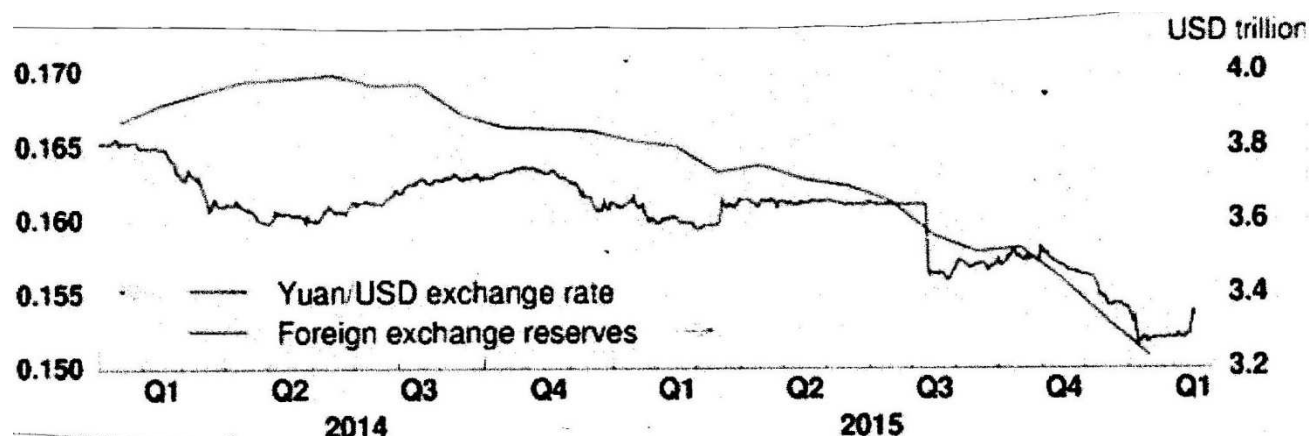
Le recentrage de l'économie chinoise se produit au moment où la politique de change du gouvernement soulève des interrogations. En effet, faire de la demande intérieure le facteur dynamisant de la croissance impliquerait un yuan fort, qui, en allégeant le prix des produits importés, soutiendrait la demande domestique et inciterait les industriels à monter en gamme. La hausse du yuan de 20% d'août 2014 à août 2015 confirmait que ce choix était bien celui du gouvernement. Or, en août 2015, la POBC (People's Bank Of China, banque centrale de la Chine) annonçait que désormais l'ancrage du yuan sur le dollar serait atténué afin de mieux répercuter les influences du marché des changes, l'objectif de la banque centrale chinoise étant désormais de stabiliser le cours pivot du yuan par rapport à l'évolution d'un panier des monnaies représentatif de ses principaux partenaires commerciaux. Le yuan a alors reculé de 3,5% par rapport au dollar, suscitant une première panique boursière en Chine, immédiatement répercutée par l'ensemble des Bourses mondiales. Les autorités chinoises, afin de montrer qu'elles ne prenaient pas le chemin des dévaluations compétitives, ont alors pris des mesures vigoureuses pour contrer la panique boursière, et les marchés retrouvèrent provisoirement leur calme.

En janvier 2016, la Bourse de Shanghai dévisse à nouveau, entraînant encore les Bourses du monde entier. La cause immédiate de ce choc semble être l'importance des sorties de capitaux de Chine (graphique ci-après), poussant à la baisse le yuan, pressions qui n'ont été contenues que par la mobilisation massive des réserves de change de la PBOC : celles-ci sont passées de 3815 Md\$ en janvier 2015 à 3300 Md\$ en janvier 2016, depuis décembre, la baisse atteignant un rythme mensuel de 130 Md\$; toutefois le montant des réserves de change est encore élevé, puisqu'il représente 20 mois d'importations, ce qui incite à penser que la Chine n'est pas encore au stade d'une crise monétaire aigüe⁹.

⁸ En 2001, lorsque la Chine a adhéré à l'OMC, elle s'est vue refuser, pour 15 ans, le statut d' « économie marchande », en raison de l'importance des subventions qu'elle accordait à son industrie ; en conséquence, les pays avancés ont la possibilité d'imposer, jusqu'à la fin 2016, des taxes antidumping, ce qu'ont fait significativement les Etats-Unis, et plus timidement l'Union Européenne, principalement sur trois secteurs, l'acier, la chimie et la céramique. Le ralentissement de l'économie chinoise et le gonflement des surcapacités qui en résulte accroît l'urgence de la renégociation du statut OMC de la Chine.

⁹ En novembre 2015, le FMI a admis que le yuan chinois sera considéré, à compter d'octobre 2016, comme une monnaie de réserve mondiale, comme le dollar ou l'euro. Cette reconnaissance est avant tout considérée par la Chine comme un pas dans l'affaiblissement des liens de sa monnaie avec le dollar. Dans le contexte actuel, cette « victoire » chinoise a plus d'inconvénients que d'avantages pour ce pays, car elle lui interdit d'utiliser une partie de ses réserves de change pour soutenir sa monnaie. En conséquence, la mesure traditionnelle de l'importance des réserves de change de la Chine exprimée en % de son commerce extérieur doit être quelque peu relativisée. En revanche, le service de la dette reste un indicateur de fragilité pertinent

EVOLUTION DU TAUX ET DES RÉSERVES DE CHANGE DE LA CHINE



(Source : OCDE)

Les observateurs de la situation de l'économie chinoise se partagent donc en deux camps : ceux qui considèrent que le gouvernement chinois, sans le dire explicitement, a abandonné ou ajourné son objectif de recentrage de son économie, et ceux qui considèrent que cet objectif est maintenu, seulement masqué par les excès de la spéculation financière.

Les tenants du premier scénario pensent donc que la Chine est en train de revenir au modèle d'une croissance tirée par les exportations, et qu'elle devrait, à cette fin, restaurer la compétitivité de ses exportations qui ont stagné en 2015 compromettant la rentabilité des entreprises chinoises, et provoquant la montée des créances douteuses portées par les banques chinoises, ce qui constituerait une menace pour leur solvabilité¹⁰. Aussi ces analystes pronostiquent-ils l'éventualité d'une forte baisse du yuan, plus ou moins bien maîtrisée par les autorités chinoises, qui pourrait atteindre 30 à 50% face au dollar. Devant une telle dévaluation compétitive, l'hypothèse d'une réaction concertée des grandes banques centrales (FED, BCE, BoE et BoJ), à un horizon de quelques mois, est évoquée. Sans même rappeler les interventions concertées des banques centrales décidées en réaction à la crise de 2008-2009, ces commentateurs se réfèrent à l'accord du Plaza de 1985, où les banques centrales avaient convenu d'intervenir pour contrer la baisse du dollar.

Le scénario d'un abandon de la stratégie économique chinoise semble cependant peu vraisemblable, car les raisons qui ont poussé la Chine à réorienter sa politique économique sont durables : le FMI depuis 2014, considère que le niveau du yuan était désormais proche de sa parité de pouvoir d'achat et l'objectif de stabilité du taux de change effectif du yuan affiché par la PBOC depuis le début 2015 est respecté.

Un revirement de la stratégie économique chinoise semble donc peu probable, car le prix à payer serait élevé pour deux raisons :

- d'une part, les entreprises chinoises ont fortement accru leur endettement¹¹ ces dernières années ; une part importante de celui-ci étant libellé en devises, le service de la dette exploserait en cas de forte baisse du yuan,
- d'autre part, un objectif volontariste de baisse du yuan ne ferait qu'amplifier les sorties de capitaux, empêcherait la banque centrale chinoise d'utiliser l'arme de la

¹⁰ Officiellement, en septembre 2015, les créances douteuses ne représentaient que 1,7% des encours de crédit bancaire, mais ce chiffre est considéré comme fortement sous-évalué notamment du fait de l'importance des opérations de « shadow banking ».

¹¹ Exprimé en % du PIB, l'endettement des entreprises non financières chinoises est passé de 146,9% en 2013 à 163,1% au second trimestre 2015 selon la Banque Mondiale.

hausse de ses taux directeurs pour contenir les sorties nettes de capitaux évaluées par l'IIF à 676 Md\$ en 2015¹².

3. LES PAYS ÉMERGENTS HORS CHINE : DES SITUATIONS TRÈS DIFFÉRENTES

La période actuelle marque la fin d'une période favorable de croissance des pays émergents et en développement ; ceux-ci ont bénéficié d'un flux important d'entrées nettes de capitaux privés qui sont passées de 2,8% de leur Revenu National Brut¹³ à 6,6% en 2007 et encore 6,2% en 2010 (calculs de la CNUCED). Cet afflux de capitaux en provenance des pays avancés les a quelque peu abrités de la grande récession de 2008-2009, qui, en général, les a moins touchés que les pays avancés¹⁴, aux exceptions notables de la Russie et des pays d'Amérique Latine.

Si ces entrées de capitaux ont joué un rôle positif dans la croissance des pays émergents, elles sont aussi un facteur d'instabilité, car une partie importante de ces capitaux sont très mobiles. Ces entrées de capitaux ont provoqué, dans un premier temps, une appréciation des monnaies et une hausse des prix intérieurs, facteurs peu favorables à la compétitivité des pays les plus concernés, mais ils ont facilité la croissance de l'endettement des entreprises, notamment en devises, en dollars en particulier. La contrepartie de la croissance assez soutenue réalisée sur cette base a été l'accentuation de la fragilité des économies émergentes en cas de remontée du dollar.

En fin de période, le ralentissement de la croissance des pays avancés, notamment des pays de la zone euro, a contribué au retournement de la conjoncture des pays en développement, mais les conséquences du moindre dynamisme de la demande étrangère adressée à ces pays ont été aggravées par deux facteurs spécifiques : l'extension au pétrole de la chute du prix des produits de base et le changement de la politique monétaire américaine.

- En 2015, la *chute du prix des produits de base*, hors pétrole, s'est amplifiée fortement atteignant 17,4%, alors que, début 2014, il n'était attendu qu'une baisse de 2,4% (selon le FMI). Cette baisse résulte non seulement du ralentissement de la croissance chinoise, très important importateur de ces produits, mais aussi du ralentissement non anticipé de la croissance des pays développés. Quant à la baisse des produits pétroliers, elle résulte des mêmes facteurs de demande, mais aussi de facteurs spécifiques d'offre, notamment de l'explosion de la production de pétrole et gaz de schistes en Amérique du Nord, les Etats-Unis passant du rang de 3^{ème} producteur mondial derrière l'Arabie Saoudite et la Russie, au premier rang en 2015, de l'accroissement de la production iranienne (6^{ème} producteur mondial) à la suite de la levée de l'embargo sur les exportations de ce pays, et enfin de la volonté de l'Arabie Saoudite de maintenir sa production pour préserver ses parts de marché.
- Au même moment, *la banque centrale américaine* (encadré ci-après) annonce que sa politique monétaire permissive va prendre fin du fait de l'amélioration de la situation de l'économie américaine, ce qui provoque, en retour, des anticipations de hausse des taux d'intérêt rendant les investissements sur le sol américain plus attractifs. .

¹² 22^{ème} mois consécutifs de sorties nettes. Selon la BPOC, les sorties de capitaux du fait des ménages et surtout des entreprises ont atteint 1000 Md\$ depuis la mi 2013 ; depuis janvier 2016 elle ne publie plus ces informations...

¹³ Le revenu national brut est le montant des revenus perçus par tous les agents économiques d'un pays ; il est donc égal à la somme du PIB et du solde des revenus primaires provenant du reste du monde. A ces sorties de capitaux, il faut ajouter la baisse des réserves de change qui atteint 100Md\$ par mois en décembre et janvier.

¹⁴Le PIB des pays avancés qui a stagné en 2008, a reculé en 2009 de 3,2%, alors que celui des pays émergents progressait de 2,5%, après une croissance de 6% en 2008.

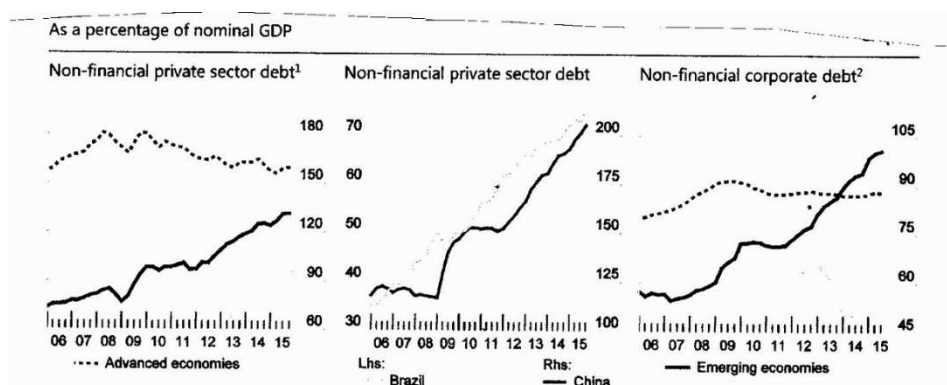
L'ASSOUPLISSEMENT DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA FED

- De 2008 à 2014, la FED a poursuivi une politique d'assouplissement quantitatif (Quantitatif Easing) destinée à maintenir des niveaux faibles de taux, notamment à long terme, en achetant des titres du Trésor ou émis par des agences hypothécaires fédérales. En juin 2013, la Présidente de la FED a évoqué la possibilité de cesser ces achats. Devant les réactions des marchés, cette option est annulée officiellement et la FED poursuit ses achats d'abord à un rythme mensuel inchangé de 85 Md\$, puis à un rythme progressivement réduit jusqu'à 35 Md\$ au printemps 2014. En juillet 2014, la FED annonce qu'en octobre 2014, ses achats de titres cesseront, ce qui sera réalisé. Au total, la FED aura ainsi acheté 4000 Md\$ de titre augmentant d'autant son bilan ce qui se traduira par une énorme injection de liquidités dans l'économie mondiale.
- Toutefois la politique monétaire classique de la FED est restée accommodante car ses taux directeurs resteront inchangés jusqu'au 26 décembre 2015, date où, pour la première fois depuis juin 2006, ils seront symboliquement augmentés, passant de 0,25% à 0,50%, hausse symbolique, mais porteuse du changement de l'appréciation, par la banque centrale, des perspectives d'évolution de l'économie américaine.

Dès lors les capitaux quittent les pays émergents et reviennent aux Etats-Unis. Une première alerte de ce type est intervenue en 2013, lorsque la FED avait laissé entendre que, du fait de l'amélioration de la situation économique des Etats-Unis, il était envisageable qu'elle mette fin à ses mesures de « quantitative easing ». Cette déclaration suscita une brutale fuite des capitaux investis dans les pays émergents vers les Etats-Unis, entraînant la chute des Bourses et des monnaies de ces pays..

Dans le nouveau contexte conjoncturel actuel, alors que l'endettement privé (hors secteur financier), notamment celui des entreprises non financières, des pays avancés se réduisait légèrement, celui des pays émergents¹⁵ s'alourdissait et devenait crucial (voir graphiques ci-après), au point que le dernier rapport annuel de la CNUCED, envisageait que la dette publique des pays les plus endettés serait contrainte de prendre le relais de la dette privée, comme cela a été le cas pour les pays développés lors de la crise des subprimes ; elle recommandait ainsi que, dans cette perspective, soit mis en place un « mécanisme équitable et efficace de résolution de l'endettement ».

L'ENDETTEMENT DU SECTEUR PRIVÉ

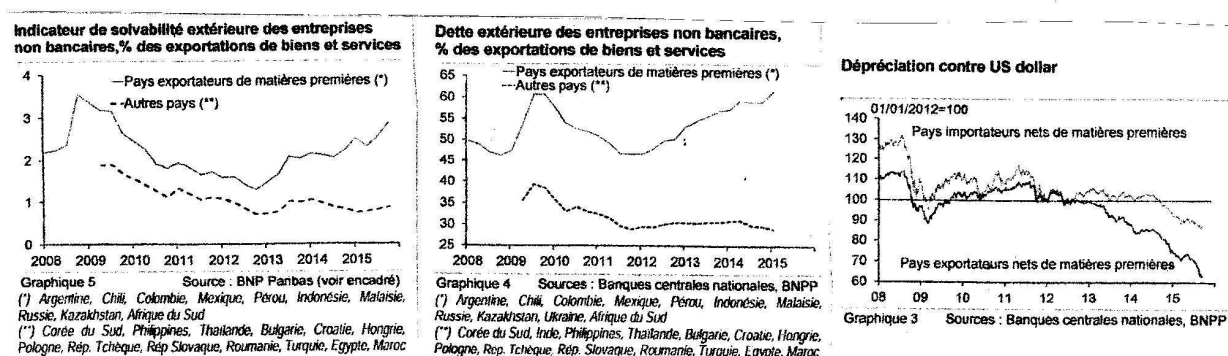


(Source : BRI, Jaime Caruana « Credit Commodities and Currencies », 5/2/2016)

¹⁵ Les données statistiques concernant le volume de la dette des pays émergents et de la part en devises de cette dette sont de mauvaise qualité : les volumes sont significativement sous-estimés, du fait de la difficulté à rapprocher l'endettement des filiales étrangères de celui de leur maison mère, de la mauvaise qualité du recensement des crédits consentis par les non-banques ainsi que des risques résultant des engagements sur les futurs. Voir notamment Robert Neil Mc Cauley, Patrick Mc Guire et Vladislav Sushko « Dollar credit for emerging market economies », BIS, Quaterly Review, décembre 2015.

Une césure essentielle va alors séparer la situation des pays exportateurs de matières premières de celle des autres pays émergents (graphiques ci-après). Les pays du premier groupe, comme la Malaisie, le Venezuela ou la Russie, ont vu leur croissance compromise, leurs recettes budgétaires baisser et leurs monnaies se déprécier ; dans ce contexte, le service de la dette des entreprises non financières, dette en forte augmentation souvent libellée en dollars s'est alourdie au point de compromettre leur solvabilité. La situation des entreprises du second groupe est bien meilleure : bien que leur croissance ait souffert de la restriction des débouchés vers les pays du premier groupe, elles ont bénéficié d'un transfert de revenu des pays exportateurs de matières premières, leurs monnaies se sont moins dépréciées, leur endettement extérieur est resté maîtrisé et leur solvabilité ne s'est pas dégradée.

LA SITUATION DES ENTREPRISES NON FINANCIÈRES DES PAYS ÉMERGENTS



(Source : (BNP))

4. LE DÉVELOPPEMENT DES CHAÎNES DE VALEUR MONDIALES, UNE INTERROGATION SUR LE DYNAMISME DES ÉCHANGES COMMERCIAUX

Ce bref examen des défis qu'affrontent actuellement les pays émergents ne peut s'achever sans que soit évoquée l'interpénétration croissante des économies des pays émergents et des pays industrialisés ; il n'est que de rappeler qu'aujourd'hui les exportations vers les pays émergents, hors Russie et OPEP, représentent 3,5% du PIB américain et 6,5% de celui de la zone euro. Mais les mécanismes d'interpénétration sont devenus plus subtils, comme le montre l'évolution de la composante importée dans la valeur des exportations, tant des pays avancés, que des pays émergents :

PART DE LA VALEUR AJOUTÉE ÉTRANGÈRE DANS LE MONTANT DES EXPORTATIONS BRUTES DE QUELQUES PAYS

	Pays avancés		Pays émergents		
	1995	2009	1995	2009	
Allemagne	18,7	26,6	Brésil	9,7	9,0
Espagne	20,6	20,7	Corée du S.	23,7	40,6
France	17,8	24,8	Chine	11,9	32,6
Italie	21,9	20,1	Inde	9,7	21,9
Japon	6,9	14,8	Mexique	26,5	30,3

(Source : OCDE, panorama des statistiques 2014)

Une partie de cette évolution s'explique par le développement des chaînes de valeur mondiales, qui éclatent la production d'un produit entre plusieurs pays qui réalisent chacun une étape du processus de production. Le produit étant réimporté dans son état inachevé à chaque étape du processus de production, l'exportation du produit achevé aura nécessité des flux d'exportations et d'importations sans commune mesure avec ce qu'aurait provoqué une exportation « ordinaire ». Cette internationalisation de la production des intrants est donc à l'origine d'un gonflement du commerce extérieur très supérieur à celui des valeurs ajoutées provenant de la fabrication et selon les travaux du FMI, l'affaiblissement dans les années récentes de la croissance du commerce mondial proviendrait du ralentissement de la croissance des pratiques de chaînes de valeur mondialisées, et non pas d'un ralentissement du commerce « ordinaire », qui reste la composante dominante du commerce mondial.

Si l'extension de la pratique des chaînes de valeur mondiales était aussi importante que certaines analyses l'affirment, elles auraient dû se traduire par un affaiblissement de la relation entre la variation du taux de change de la monnaie du pays et le volume des échanges commerciaux puisque, dans le cas d'une baisse du change la hausse du prix des intrants importés accroît le prix de revient des produits exportés et réduit donc l'élasticité-prix apparente des exportations. Or le FMI ¹⁶ considère qu'une dépréciation de 10% de la monnaie entraîne en moyenne une hausse des volumes exportés de 1,5 point de PIB, mais que cette relation varie considérablement selon les pays (entre 0,5 et 3,1 points de PIB). La stabilité des élasticités prix avancée par le FMI pour considérer que le développement de la pratique des chaînes de valeur n'a pas la portée que certains lui accordent, pourrait donc n'être qu'un artefact résultant des caractéristiques de la population des pays composant l'échantillon étudié ; cette hypothèse semble d'autant plus vraisemblable que le FMI souligne que l'introduction du Japon dans la population étudiée ne permet plus de vérifier la stabilité des élasticités.

¹⁶ On trouvera dans le rapport annuel du FMI d'octobre 2015, une synthèse de ces travaux sur la stabilité des élasticités prix du commerce extérieur.