

INVESTISSEMENT AU RALENTI

L'investissement est en berne depuis 2010 dans les pays émergents et en développement

M. Ayhan Kose, Franziska Ohnsorge et Lei Sandy Ye

La croissance de l'investissement dans les pays émergents et en développement a considérablement ralenti depuis la crise financière mondiale : de 10 % par an en 2010, elle est passée à moins de 3,5 % en 2016. Si nous avons pu assister récemment à quelques signes d'amélioration, l'investissement public et privé de ces trois dernières années reste non seulement nettement en deçà de son taux moyen d'avant la crise, mais également en deçà de sa moyenne à long terme.

En outre, cette faiblesse de l'investissement est généralisée. En effet, en 2016, sa croissance était nettement en deçà de sa moyenne à long terme dans plus de 60 % des pays émergents et en développement. C'est un record, en nombre de pays, sur ces vingt-cinq dernières années, si l'on exclut la récession mondiale de 2009 (graphique 1). Cette faiblesse, visible dans les investissements tant privés que publics, perdure malgré d'importants besoins non satisfaits.

Ce ralentissement est particulièrement prononcé dans les BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud) et les exportateurs de produits de base. Entre 2010 et 2016, la croissance de l'investissement a plongé d'environ 13 % à 4 % dans les BRICS et d'environ 7 % à 0,1 % dans les pays émergents et en développement non BRICS exportateurs de produits de base. Sur cette période, la Chine compte pour environ un tiers du ralentissement de la croissance de l'investissement dans ces économies, le Brésil et la Russie un autre tiers. Ce

ralentissement durable de la croissance de l'investissement dans les pays émergents et en développement présente un net contraste avec la reprise partielle dont bénéficient actuellement les pays avancés, mis à mal lors de la crise financière mondiale. La croissance de l'investissement dans les pays avancés s'est élevée en moyenne à 2,1 % pendant la période 2010–15. En 2014, elle était revenue à son taux moyen à long terme, juste en dessous de son niveau d'avant la crise.

Pourquoi ce ralentissement ?

Le ralentissement de l'investissement reflète un certain nombre de facteurs qui viennent contrebalancer des conditions financières exceptionnellement favorables : des taux d'emprunt qui n'ont jamais été aussi bas, un marché financier disposant de vastes liquidités et, dans certains pays, une augmentation du crédit privé national accordé au secteur privé non financier. Toutefois, diverses turbulences ont atténué les effets positifs de ces coûts financiers historiquement bas jusqu'à fin 2016, notamment une activité économique décevante et des perspectives de croissance réduites, ainsi qu'un net déclin du prix des exportations vis-à-vis du prix des importations (c'est-à-dire une aggravation des termes de l'échange) pour les exportateurs de produits de base, le ralentissement et la volatilité des flux de capitaux, l'accumulation rapide de la dette privée et des épisodes d'incertitude politique dans de grandes économies en difficulté.



Pour expliquer la croissance de l'investissement, nous avons étudié l'importance relative de ces facteurs intérieurs et extérieurs.

Facteurs défavorables à moyen terme : À la différence des pays avancés, dans l'ensemble des pays émergents ou en développement, le ralentissement de la croissance de la production n'explique qu'une petite part du ralentissement.

Les chocs des termes de l'échange ont été plus importants pour les exportateurs de pétrole. Les importateurs de produits de base ont davantage été affectés par le ralentissement des flux entrants de l'investissement direct étranger (dans lequel les étrangers ont un rôle de propriétaires) et par le fardeau de la dette privée et le risque politique qui touchent de nombreux pays émergents et en développement. Pour les exportateurs de pétrole, le choc des termes de l'échange provoqué par la baisse des cours du pétrole, qui a débuté en 2014, est responsable d'environ la moitié du ralentissement de la croissance de l'investissement. Chez l'importateur de produits de base moyen, la moitié du ralentissement de la croissance de l'investissement est imputable au ralentissement des flux entrants de l'investissement direct étranger.

Les ratios dette du secteur privé/PIB ont indûment affecté les investissements. Certes, il existe une plus grande disponibilité des services financiers (expansion des circuits financiers) utiles à l'investissement, mais cet atout est de plus en plus compensé par les effets négatifs du surendettement. La baisse de la dette de plusieurs pays émergents et en développement importateurs de produits de base, après la crise, a permis de lever certains obstacles à la croissance de l'investissement. En revanche, dans plusieurs pays exportateurs de produits de base non énergétiques, le niveau élevé de la dette privée a paralysé l'investissement. L'augmentation du risque politique compte pour environ un dixième du

ralentissement de la croissance de l'investissement dans les pays émergents et en développement depuis 2011.

Un haut niveau d'incertitude : Deux formes d'incertitudes, l'une mondiale et l'autre spécifique à chaque pays, pèsent lourdement sur l'investissement : l'incertitude du marché financier et l'incertitude en matière de politique macroéconomique. La politique nationale limite la croissance de l'investissement au niveau local. Dans l'Union européenne (particulièrement dans les pays émergents et en développement d'Europe), ce sont l'incertitude du

Tout ralentissement de la croissance compromet aussi les objectifs mondiaux de réduction de la pauvreté.

marché financier mondial et l'incertitude politique qui ont davantage pesé sur l'investissement.

L'incertitude des marchés mondiaux, mesurée par l'indice VIX (qui s'intéresse à la volatilité des 500 titres de l'indice américain Standard & Poor's), est une variable essentielle pour évaluer l'investissement dans les pays émergents et en développement, particulièrement en cas d'augmentation soutenue de l'indice. Par exemple, une augmentation de 10 % du VIX peut peser considérablement sur la croissance de l'investissement (d'environ 0,6 point en un an) dans ces pays.

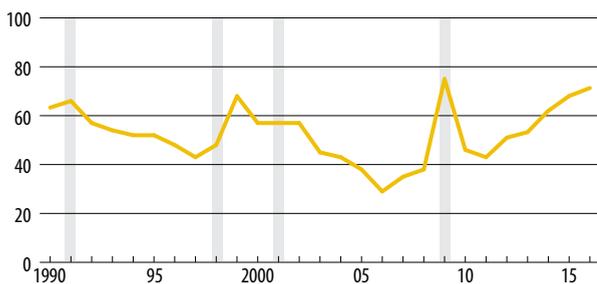
Les épisodes d'incertitude politique dans l'Union européenne, particulièrement pendant la crise de l'euro de 2010–12, ont également affecté les partenaires économiques proches. Ainsi, le degré d'incertitude politique a considérablement augmenté pendant la période de quatre mois qui s'est terminée en septembre 2011 (au plus fort

Graphique 1

En deçà de la moyenne

La croissance de l'investissement dans les pays émergents et en développement a été morose au cours des trois dernières années.

(part des pays émergents et en développement dont la croissance de l'investissement se situe en deçà de la moyenne à long terme, en pourcentage)



Sources : Banque mondiale, *Indicateurs du développement dans le monde*; FMI; Haver Analytics; Oxford Economics.

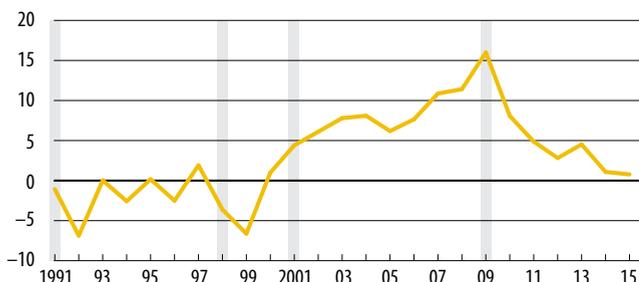
Note : Les moyennes à long terme sont spécifiques aux pays et font référence à 1990–2008. Les données de 2016 sont des estimations. Les zones grisées correspondent aux récessions et aux phases de ralentissement économique.

Graphique 2

L'écart se réduit

Entre 2009 et 2015, la croissance de l'investissement par habitant dans les pays émergents a cessé de dominer largement celle des pays avancés.

(différence entre croissance de l'investissement par habitant dans les pays émergents et en développement et celle dans les pays avancés, en points de pourcentage)



Source : Banque mondiale.

Note : moyennes pondérées de la différence entre les taux de croissance réelle de l'investissement dans les pays émergents et en développement et dans les pays avancés. Les zones grisées correspondent aux récessions et aux phases de ralentissement économique.

de la crise de la zone euro). Une hausse aussi rapide de l'incertitude a probablement contribué à faire baisser l'investissement, notamment dans les pays émergents et en développement d'Europe et d'Asie centrale. Outre ces contagions transfrontalières, les incertitudes nationales ont encore accentué la faiblesse de l'investissement dans les grands pays émergents et en développement.

Contagion des grandes économies : Au cours des sept dernières années, une croissance faible aux États-Unis et dans la zone euro a déçu les attentes à maintes reprises. En raison de la dimension et du degré d'intégration économique et financière de ces pays avec le reste du monde, le moindre ralentissement de leur croissance pénalise

largement les perspectives de croissance des pays émergents et en développement.

Ainsi, la croissance morose de la production aux États-Unis et dans la zone euro atteint également la croissance de l'investissement dans les pays émergents et en développement. Une baisse de 1 point de la croissance de la production des États-Unis s'est traduite, un an plus tard, par une baisse de 0,8 point de la croissance moyenne de la production dans les pays émergents et en développement. Le même repli pour la croissance de la production de la zone euro a entraîné une baisse de 1,3 point dans ces pays. Quant à la croissance de l'investissement dans les pays émergents et en développement, elle a diminué deux fois plus (2,1 points) que la croissance de la production.

Les changements survenus en Chine, à savoir le ralentissement provoqué par les mesures de politique et le rééquilibrage de l'investissement vers la consommation, ont également fragilisé la croissance de la production des pays émergents et en développement. La Chine étant désormais le premier partenaire commercial de nombreux pays émergents et en développement, le ralentissement de la croissance de sa production et de ses investissements a pesé sur leur croissance.

Par exemple, une baisse de la croissance de la production chinoise de 1 point s'est traduite un an plus tard par une baisse d'environ 0,5 point de la croissance de la production dans d'autres pays émergents et en développement importateurs de produits de base et par une baisse de 1 point de la croissance de la production dans les pays émergents et en développement exportateurs de produits de base. En Chine, une grande partie des investissements étant gourmands en ressources naturelles, le rééquilibrage de l'économie a particulièrement pénalisé les pays émergents et en développement exportateurs de produits de base.

Effet sur les perspectives de croissance

Le ralentissement de la croissance de l'investissement, qui se situait à un niveau record avant la crise, pourrait avoir des implications durables sur la croissance à long terme. En effet, une période prolongée de faible croissance de l'investissement, parce qu'elle ralentit le taux d'accumulation de capital, peut peser sur la croissance de la production potentielle des pays émergents et en développement, et ce pendant des années. En 2009, la différence entre la croissance de l'investissement par habitant dans les pays émergents et en développement et celle des pays avancés était d'environ 15 points. En 2015, elle était proche de zéro, à son plus bas niveau depuis le début des années 2000 (graphique 2). La croissance étant l'un des meilleurs moyens de réduire la pauvreté, tout ralentissement compromet aussi les objectifs mondiaux de réduction de la pauvreté.

Une croissance limitée de l'investissement a pour effet de ralentir l'accumulation des capitaux, mais elle entraîne également un ralentissement de la croissance de la productivité totale des facteurs (la part de la croissance économique qui ne peut pas être expliquée par des augmentations des

facteurs travail et capital, et qui reflète les changements technologiques et de productivité). En effet, l'investissement est souvent essentiel à l'adoption de technologies nouvelles capables d'améliorer la productivité. Le ralentissement de la productivité a été plus prononcé chez les pays émergents et en développement exportateurs de produits de base et dans les pays où la croissance de l'investissement est la plus basse. Une croissance moins forte de la productivité totale des facteurs pèse également sur la croissance de la productivité du travail (production par heure travaillée), le moteur essentiel de la croissance réelle (après inflation) des salaires et des revenus des ménages à long terme.

Encourager l'investissement

Dans de nombreux pays émergents et en développement, les besoins en investissement ne sont pas satisfaits (Kose, Ayhan, *et al.*, 2017). Un certain nombre de ces pays sont peu équipés pour faire face à l'urbanisation galopante et à des besoins en main-d'œuvre en évolution permanente. L'investissement est également nécessaire pour faciliter la transition d'une croissance basée sur les ressources naturelles (chez les exportateurs de produits de base) ou sur des secteurs non concernés par les échanges commerciaux internationaux (chez certains importateurs de produits de base) vers des sources de croissance plus durables.

Les responsables politiques ont la possibilité d'encourager l'investissement de façon directe (via l'investissement public) ou indirecte, en attirant des investissements directs privés, y compris étrangers, et en prenant des mesures visant à améliorer les perspectives de croissance et le climat des affaires. En agissant directement, notamment par des investissements publics plus importants dans les infrastructures et le capital humain, ils peuvent contribuer à améliorer la demande à court terme, à augmenter la production potentielle à long terme et à consolider l'environnement régissant l'investisse-

Dans de nombreux pays émergents et en développement, les besoins en investissement ne sont pas satisfaits.

ment privé et les échanges commerciaux. L'investissement public peut également contribuer à limiter les écarts de revenus, conformément aux objectifs de développement durable des Nations Unies et, dans les conditions adéquates, à stimuler l'investissement privé (graphique 3).

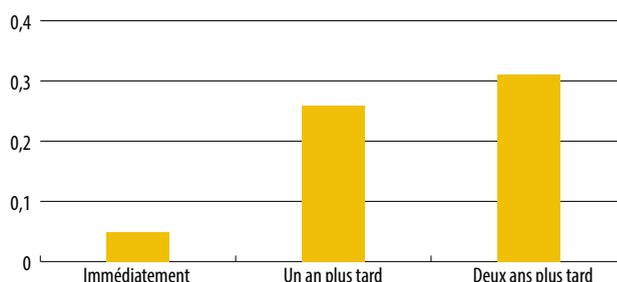
Indirectement, les politiques macroéconomiques peuvent encourager l'investissement productif, par exemple en assurant une certaine stabilité macroéconomique et en améliorant les perspectives de croissance à court et à long terme. Une utilisation plus efficace des politiques budgétaires et monétaires visant à contrer le ralentissement ou le déclin de la croissance peut également favoriser indirectement l'investissement privé en renforçant la croissance de

Graphique 3

Amorcer la pompe

L'investissement public peut stimuler l'investissement privé.

(augmentation de l'investissement privé après une hausse de 1 % de l'investissement public, variation par rapport aux valeurs de référence, points de pourcentage)



Sources : Banque mondiale, Policy Research Working Paper 7990, Washington; FMI; Kose, Ayhan, *et al.*, 2017, «Weakness in Investment Growth: Causes, Implications, and Policy Responses»; sources nationales.

Note : Les réponses cumulées de l'investissement privé suite à un choc positif de l'investissement public se basent sur un échantillon de huit pays émergents et en développement du premier trimestre 1998 au deuxième trimestre 2016. Les barres représentent les valeurs médianes.

la production, en particulier dans les pays émergents et en développement exportateurs de produits de base. Toutefois, ces politiques peuvent s'avérer peu efficaces si les gouvernements manquent de ressources pour accroître les dépenses ou réduire les impôts, ou si la croissance de la production reste faible parce qu'il faut s'adapter à une baisse continue des revenus issus des exportations de produits de base.

Pour dynamiser la croissance de l'investissement de manière durable, ces politiques doivent être sous-tendues par des réformes structurelles encourageant l'investissement privé national et l'investissement direct étranger. Ces réformes peuvent porter sur un grand nombre de domaines. Par exemple, le fait de limiter les barrières régissant l'entrée des entreprises et de réduire leurs frais d'installation se traduit par une augmentation des bénéfices des entreprises existantes, tandis que l'investissement national peut bénéficier de l'investissement étranger direct. Les réformes visant à réduire les barrières commerciales favorisent l'investissement direct étranger et l'investissement global. La gouvernance d'entreprise et les réformes du secteur financier améliorent la répartition des capitaux entre entreprises et secteurs. Des droits de propriété plus solides encouragent l'investissement dans les entreprises et l'immobilier. Des politiques de ce type doivent idéalement s'accompagner d'efforts visant à favoriser la transparence, comme la mise en place de méthodes de d'information financière plus efficaces. **FD**

M. AYHAN KOSE est Directeur, **FRANZISKA L. OHNSORGE** est économiste en chef et **LEI SANDY YE** est économiste du Groupe perspectives de la Vice-présidence de l'économie du développement de la Banque mondiale.

Bibliographie :

Kose, Ayhan, and others. 2017. "Weakness in Investment Growth: Causes, Implications, and Policy Responses." Policy Research Working Paper 7990, World Bank. Washington, DC.