

## ASIE : SPECTRES DE 1997 ET 2008 ÉCARTÉS

**Amel Falah**

*Département analyse et prévision*

**D**epuis le début de l'été 2013, plusieurs grandes économies émergentes ont traversé une période très mouvementée sur le plan financier. En mai 2013, les responsables de la Fed ont évoqué pour la première fois la possibilité d'une réduction d'achats d'actifs. Cette évocation d'un resserrement de la politique monétaire américaine a immédiatement affecté les pays émergents. Plusieurs d'entre eux ont enregistré au cours des mois suivants des sorties de capitaux, une hausse des rendements obligataires, une baisse des cours boursiers et une dépréciation de leurs taux de change. Les entrées de capitaux avaient alimenté des bulles d'actifs dans les pays émergents ; celles-ci étaient donc susceptibles d'éclater et de dégrader l'activité. Lorsque la Fed déclara en septembre 2013 qu'elle ne réduirait pas immédiatement ses achats d'actifs, les rendements obligataires reculèrent dans les pays émergents, sans toutefois revenir aux niveaux d'avant le mois de mai. Cette amélioration n'a été que temporaire : les pays émergents font face depuis janvier 2014 à de plus fortes pressions que celles qu'ils ont subies à l'été 2013.

Après une décennie de forte croissance économique durant les années 2000, la plupart des pays émergents sont confrontés à des difficultés. Le retournement de la confiance à l'égard de ces pays est aussi le résultat de l'accumulation de fragilités macroéconomiques. Les tensions financières ne seront pas sans conséquence, et les politiques monétaires devront s'adapter rapidement. Les pays les plus dépendants des financements extérieurs, comme l'Indonésie et l'Inde, ont été particulièrement affectés et demeurent exposés. De plus, dans certains pays, les prochaines élections seront probablement déterminantes (Inde en mai, Indonésie en juillet).

Ces turbulences financières semblent jusqu'à présent sans conséquences significatives sur l'évolution globale de l'activité, grâce notamment au rebond de l'économie chinoise depuis l'été.

Pour 2014 et 2015, nous prévoyons une poursuite des tendances en cours. Nous tablons donc sur une croissance dans la zone Asie de 6 % par an.

**Tableau 1. Zone Asie détaillée : résumé des prévisions de PIB**

Variations par rapport à la période précédente, en %

|                 | Poids        | 2012       | 2013       | 2014       | 2015       |
|-----------------|--------------|------------|------------|------------|------------|
| Corée du Sud    | 6,8          | 2,0        | 2,8        | 3,1        | 3,3        |
| Asie Rapide     | 20,3         | 4,8        | 4,4        | 4,5        | 4,8        |
| Taïwan          | 3,9          | 1,5        | 2,2        | 3,2        | 3,4        |
| Hong Kong       | 1,5          | 1,5        | 2,9        | 3,5        | 3,6        |
| Singapour       | 0,9          | 1,9        | 4,0        | 4,1        | 4,2        |
| Thaïlande       | 3,6          | 6,5        | 2,8        | 3,3        | 4,3        |
| Indonésie       | 6,0          | 6,2        | 5,8        | 5,4        | 5,7        |
| Malaisie        | 1,7          | 5,7        | 4,9        | 5,0        | 5,0        |
| Philippines     | 2,6          | 6,6        | 7,1        | 6,2        | 6,0        |
| Chine           | 48,5         | 7,8        | 7,7        | 7,5        | 7,4        |
| Inde            | 24,4         | 4,8        | 4,8        | 5,0        | 5,1        |
| Asie hors Chine | 51,5         | 4,4        | 4,4        | 4,5        | 4,7        |
| <b>Total</b>    | <b>100,0</b> | <b>6,1</b> | <b>6,0</b> | <b>6,0</b> | <b>6,0</b> |

Sources : CEIC, calculs et prévision OFCE avril 2014.

**Tableau 2. Zone Asie : résumé des prévisions de commerce**

Variations par rapport à la période précédente, en %

|                  | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|------------------|------|------|------|------|
| Importations     | 3,2  | 3,7  | 2,6  | 3,3  |
| Exportations     | 1,8  | 3,9  | 3,6  | 3,1  |
| Demande adressée | 3,1  | 2,9  | 3,4  | 3,9  |

Sources : FMI, prévision OFCE avril 2014.

## Hétérogénéité devant la vulnérabilité extérieure

La croissance **chinoise** a atteint son objectif officiel avec une croissance de 7,7 % en 2013. Après un net ralentissement de l'économie au premier semestre de l'année, Pékin avait adopté en juillet des mesures de relance, notamment fiscales. Celles-ci ont permis un sursaut momentané de l'activité.

En poste depuis mars, le Président Xi Jinping et le Premier ministre Li Keqiang ont affiché leur intention de rendre l'économie

moins dépendante des exportations et des investissements dans les industries lourdes -secteur en surcapacité -, en mettant l'accent sur la consommation intérieure. Ce rééquilibrage aurait des effets bénéfiques à long terme. En décembre 2013, les ventes au détail ont augmenté de 13,6% sur un an, mais ont décéléré par rapport au mois précédent. La production industrielle a progressé de 9,7% sur un an, moins qu'attendu et en ralentissement par rapport aux 10% de décembre. Enfin, sur l'année 2013, les investissements en capital fixe ont crû de 19,6% par rapport à 2012, moins qu'escompté par le marché. L'activité a plutôt bien résisté dans les autres économies asiatiques, à l'exception de l'Inde.

Depuis deux ans **l'économie indienne** ralentit, subissant de plein fouet la baisse de la demande des pays occidentaux, liée à la crise. Mais l'Inde paie également le prix d'un système politique sclérosé et d'un réseau d'infrastructures insuffisant. Elle peine à maîtriser l'inflation (10,4 % en 2012, 10,9 % en 2013, contre 8,4 % en 2011), qui flirte souvent avec le plafond de la Banque centrale, pénalisant la consommation intérieure. Elle affiche un déficit courant élevé, qui se détériore depuis 2009 pour atteindre 4,8 % du PIB en 2012, et qui est souvent financé par des capitaux à court terme. Les importantes sorties de capitaux et une forte dépréciation de la monnaie (la roupie indienne a franchi en septembre 2013 un nouveau record à la baisse, à 64 roupies pour un dollar américain) ont pesé sur l'économie.

La croissance indienne a chuté et peine à atteindre les 5 % (3,8 % en 2012 et 4,5 % en 2013). Ce sont les plus mauvais taux jamais enregistrés depuis dix ans. Autant d'éléments qui minent la confiance des investisseurs. De plus, les réformes destinées à ouvrir un peu plus le marché aux investisseurs étrangers, promises par le gouvernement à l'automne 2012, n'ont pas eu lieu.

La dépréciation des devises émergentes se poursuit face à la fuite des capitaux étrangers. Les investisseurs réallouent leurs actifs hors des économies émergentes les plus fragiles, où persiste un risque fort de crise de liquidité, au profit des pays développés où les indicateurs d'activité continuent à se redresser. Les pays dont les devises ont le plus souffert sont ceux qui dépendent fortement des capitaux étrangers, c'est-à-dire les pays où le déficit courant est important et l'inflation élevée. Parmi ces pays se trouvent l'Inde, la Malaisie et l'Indonésie.

En **Indonésie**, contrairement à l'Inde, les fondamentaux macroéconomiques sont solides et la croissance est robuste, même si elle a légèrement décéléré à 5,8 % en 2013. Les perspectives de croissance à moyen terme sont bonnes. Les finances publiques sont saines (la dette publique est de 26,2% du PIB et le déficit budgétaire proche de 2,2 % du PIB), en dépit du poids des subventions pétrolières (le mécanisme de subvention des prix du pétrole a pesé sur le déficit public en 2013 et conduit à une augmentation de la dette de 1,7 % du PIB). Par ailleurs, le déficit courant s'est accru en 2013 (-3,4 %), les importations ont été importantes (8,4 % au dernier trimestre 2013) car portées par la demande interne, tandis que les exportations, notamment de matières premières, ont diminué. Pour réduire le déficit courant, le gouvernement indonésien a annoncé de nouvelles mesures pour stabiliser l'économie, en particulier fiscales : hausse des taxes sur les importations de certains produits de luxe et baisse des taxes sur les exportations. Il soutient la monnaie fragilisée par d'importantes sorties de capitaux depuis la mi-mai : les taux directeurs ont été relevés de 1,5 point depuis septembre dernier, les amenant à 7,5 %.

Après l'Inde et l'Indonésie, la **Malaisie** a été le pays d'Asie le plus fragilisé par le retournement du comportement des investisseurs cet été, en dépit d'une moindre vulnérabilité extérieure. À la suite des élections pour le Parlement fédéral en mai dernier dans 12 des 13 États de Malaisie, le gouvernement actuel, au pouvoir depuis l'indépendance en 1957, a été reconduit, mais il a remporté seulement 133 des 222 sièges de l'Assemblée. Le PIB a progressé de + 4,9 % en 2013, tiré par la demande intérieure (+7,1 %), elle-même dopée par des dépenses électorales et les programmes d'infrastructures. Les exportations, en net recul (-0,5 % en 2013), ont été pénalisées par la faiblesse de la demande mondiale. La dégradation de la position financière des entreprises publiques et la progression des transferts sociaux expliquent la persistance du déficit budgétaire. Les mesures prises pour le réduire à 3 % du PIB en 2015 ont porté leurs fruits mais restent insuffisantes : le déficit a atteint 4,3 % du PIB en 2013 après 4,5 % en 2012. La dette publique, qui est passée de 40 % du PIB en 2008 à 57 % en 2013, reste un sujet d'inquiétude et demeure supérieure à la moyenne asiatique et à celle des pays émergents. L'excédent courant en 2013 s'est établi à 3,5 % du PIB, un niveau nettement inférieur à la moyenne des dix

dernières années de 10 % du PIB. Le Ringgit a été peu affecté, comparativement aux autres devises asiatiques, par les annonces relatives à un éventuel arrêt du « Quantitative Easing III » de la Réserve fédérale américaine au cours de l'été 2013.

Après une croissance en 2012 de + 2%, la plus faible performance depuis 2009, **la Corée du Sud** enregistre en 2013 une reprise de 2,8 %. Le rebond de l'économie coréenne en 2013 s'explique principalement par la reprise mondiale, qui a tiré ses exportations (+2,0 % au quatrième trimestre 2013). La reprise s'appuie également sur la croissance du secteur manufacturier, dont la production augmente de 2 % en décembre 2012. L'investissement domestique redémarre (+6,4 % au dernier trimestre 2013). Malgré un plan de soutien (représentant 70 % du budget annuel), la consommation des ménages ne croît que de 1,9% (+1,7 en 2012). En effet, elle a été affectée par un niveau d'endettement élevé (156% du revenu disponible). La dette des ménages atteignait 937 500 milliards de wons (855 milliards de dollars) en septembre 2012, soit plus de 70 % du PIB de 2011. Le ralentissement économique a pesé sur l'emploi, fragilisant les foyers dépendants d'un salaire unique : le gouvernement estime à 6 millions le nombre de Sud-Coréens exposés au risque de défaut de paiement, soit plus de 10% de la population.

Avec 3,5 % en 2013 après deux années de baisse (-1,7 % en 2012 et -1 % en 2011) le taux d'investissement global redémarre et contribue pour 0,6 point à la croissance du PIB en 2013.

Enfin, le commerce extérieur reste plus que jamais soumis à l'évolution de sa devise face au dollar et au yen. L'appréciation du won face à ces deux monnaies au cours de l'année 2012 se poursuit en 2013, détériorant la compétitivité-prix des produits coréens.

Après avoir ralenti en 2012, l'économie **Singapourienne** a rebondi en 2013 grâce au dynamisme de la demande interne et du secteur manufacturier, affichant une croissance de 4,0 % contre 1,9 %.

Après le rebond marqué de 2012 (+6,5 %), l'économie **thaïlandaise** a ralenti à 2,8 % en 2013. C'est la première baisse constatée depuis plus d'un an depuis les inondations catastrophiques de 2011. Après son élection en juillet 2011, le gouvernement avait mis en place un ensemble de mesures – notamment une hausse de 35 % du salaire minimum et des réductions d'impôts pour les ménages – visant à stimuler la consommation des

ménages afin de réduire la dépendance du pays à la demande externe. Ces mesures n'ont pas eu l'effet escompté et ont conduit paradoxalement à un fort endettement des ménages. Leur consommation est restée négative durant les 4 trimestres 2013.

Malgré un contexte international défavorable, la croissance **philippine** s'est élevée à 7,1 % en 2013 grâce à la consommation intérieure, l'emploi et le dynamisme des IDE.

Après une mauvaise année 2012 (+1,5 %), **Taiwan** a connu une croissance de 2,2 % en 2013. Les exportations, qui représentent les deux-tiers du PIB de l'île, ont augmenté de 3,8 % sur l'année, alors que les dépenses de consommation ont atteint 1,8 %.

Après avoir fortement ralenti en 2012 en raison de la décélération des exportations, la croissance **hongkongaise** a repris en 2013, affichant un taux de croissance de 2,2 % contre 1,5 %, mais elle est restée inférieure à la moyenne des dernières années. L'économie a été soutenue par la robustesse de la consommation privée (+6,2 % en 2013) et la croissance des exportations (+12,7 % en 2013), principalement à destination des marchés asiatiques.

### **2014-2015 : poursuite des réformes**

En moyenne, les turbulences financières de l'été 2013 n'ont pas affecté la croissance globale des pays émergents. Mais des divergences de trajectoire sont apparues, en défaveur des économies présentant d'importants déséquilibres structurels. Elles devraient se prolonger en 2014 et 2015. En fonction de leur degré d'intégration mondiale, les pays d'Asie vont plus ou moins rapidement bénéficier de la reprise des pays développés, les flux de capitaux pourraient s'orienter de nouveau vers les pays émergents. Mais la situation de ces pays n'était pas soutenable. Les gouvernements doivent donc poursuivre les réformes structurelles et assouplir les restrictions réglementaires afin de restaurer la confiance des investisseurs. Dans certains pays émergents, les prochaines élections seront probablement déterminantes. Même si le Tapering est en lien direct avec la crise des balances de paiements, les marchés émergents subissent aussi de plein fouet le contrecoup des turbulences mondiales. L'Asie a cependant le pouvoir de maintenir le cap. Avec des réponses politiques appropriées aux défis immédiats (excès de crédit, poussée de l'inflation, déficit extérieur) et une grande détermination dans la poursuite de la réforme de leurs économies, ils pourront compter sur une croissance durable.