

L'ASIE À L'HORIZON 2020

Lettre Trésor-Éco | STÉPHANE COLLIAC

Problèmes économiques

> Région de loin la plus dynamique du monde au cours de la dernière décennie, l'Asie contribue aujourd'hui à plus des deux tiers de la croissance mondiale.

La zone est engagée dans un processus de convergence progressive de son niveau de revenu vers celui des économies avancées. Les besoins essentiels restant néanmoins considérables, cette situation devrait favoriser la poursuite d'une dynamique de croissance d'ici à 2020. L'intégration régionale commerciale et financière des pays asiatiques est à l'œuvre depuis plusieurs années et est appelée à se renforcer. Le maintien du potentiel de croissance passe désormais dans la plupart des pays par une augmentation du taux d'investissement. En Chine et au Vietnam en revanche, si l'investissement a augmenté, il est devenu moins productif. Un rééquilibrage du modèle de croissance chinois vers la consommation devrait avoir lieu à terme.

Les pays asiatiques resteront engagés dans une dynamique de croissance

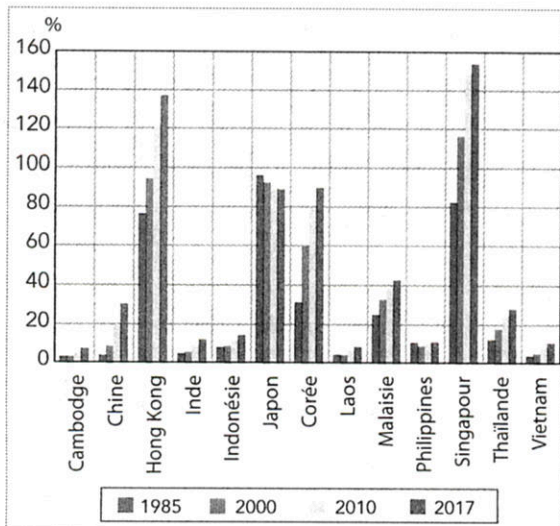
Les pays asiatiques sont encore pour la plupart d'entre eux des pays à revenu intermédiaire

La théorie de la convergence indique que le niveau de vie (mesuré par le produit intérieur brut – PIB par tête) des pays les moins riches (la périphérie) se rapproche à terme de celui des économies avancées (le cœur)^[1]. L'Asie est très hétérogène (voir graphique 1). Si le Japon, Hong Kong et Singapour peuvent être considérés comme faisant partie du cœur de la zone, une dynamique de convergence semble être engagée pour les autres pays, même si elle reste très partielle pour certains. Le scénario central du Fonds monétaire international (FMI) est qu'elle se poursuivra dans les cinq prochaines années.

Les indicateurs socio-économiques confirment le retard qui subsiste dans la majorité des pays de la zone, sauf au Japon, en Corée et à Hong Kong, qui apparaissent les mieux

1 Dans l'histoire, cet argument ne s'est pas toujours vérifié, comme en Amérique Latine dans les années 1980, où les revenus de ces pays ont divergé de ceux des économies avancées, d'où le qualificatif de décennie perdue.

1. Le PIB par tête des pays asiatiques converge vers celui des économies avancées



Lecture : l'indicateur, qui rapporte le PIB par habitant de chaque pays à la moyenne de ceux des économies avancées (le tout mesuré en parités de pouvoir d'achat), signifie que le PIB par habitant de la Chine représentait 4 % de celui des pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) en 1985 et pourrait en représenter 30 % en 2017.

Source : FMI : World Economic Outlook database.

positionnés. Le Cambodge et le Laos sont les pays dont le niveau de développement est le plus faible. Le taux d'urbanisation est relativement faible dans certains grands pays, particulièrement en Inde, en Thaïlande et au Vietnam. Un accroissement du taux d'urbanisation est donc plausible, nécessitant un développement parallèle des infrastructures.

Les projections du Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII) (voir graphique 2) confirment que la part de l'Asie dans le PIB mondial devrait croître significativement, de 23 % en 2008 à 33 % en 2025 et près de 50 % en 2050. Cette progression devrait principalement provenir de Chine.

À l'horizon 2017, la croissance asiatique contribuera à la moitié de la croissance mondiale, selon les prévisions du FMI. À cet horizon, l'Amérique Latine n'en expliquerait que 8 %, l'Europe émergente 7 %, les États-Unis 14 % et la zone euro 6 %.

Les pays asiatiques participent de plus en plus à la mondialisation financière

Les pays asiatiques ont développé leurs marchés domestiques de capitaux depuis la fin de la crise asiatique de 1997/1998, dont

l'endettement en devises des entreprises avait été une des causes. Si la baisse de l'inflation et l'amélioration du solde courant ont pu y contribuer, le développement de marchés en monnaie locale a également répondu à une volonté politique. Plusieurs initiatives ont été mises en place au sein de l'Asean+3^[2] (Association des nations de l'Asie du Sud-Est), dont l'*Asian Bond Markets Initiative* (ABMI). La volonté des États de s'endetter dans leur monnaie, commune à l'ensemble des zones émergentes, a permis de développer ces marchés encore embryonnaires il y a une quinzaine d'années. L'encours des marchés obligataires asiatiques est ainsi passé de 2 à 8 % du total mondial entre fin 1996 et fin 2011.

Ces marchés sont aujourd'hui développés sur l'ensemble de la courbe des taux, essentiellement pour les emprunteurs publics. Le marché *corporate* reste lui encore embryonnaire, sauf au Japon et en Corée, où sa taille dépasse celle du marché des titres publics. Ce développement des marchés obligataires a également été favorisé par la libéralisation croissante des mouvements de capitaux, qui a permis un fort accroissement de la part des non-résidents, particulièrement en Indonésie et en Malaisie^[3].

Cette libéralisation des mouvements de capitaux est graduelle et reste moins avancée en Chine, en Inde et au Vietnam que par ailleurs. Dans tous les pays, Chine comprise, le séquençage de cette libéralisation a souvent été similaire, avec dans un premier temps l'autorisation donnée à des entrées de capitaux des non-résidents, puis des autorisations de sorties de capitaux pour les résidents. L'ouverture du compte de capital consiste dans l'assouplissement progressif des contraintes administratives (le plus souvent des quotas d'investissement, comme par exemple en Inde). Celles-ci sont progressivement levées, tant sur les investissements de portefeuille

2 L'Asean (Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Thaïlande, Brunei, Vietnam, Laos, Birmanie, Cambodge), la Chine, la Corée et le Japon.

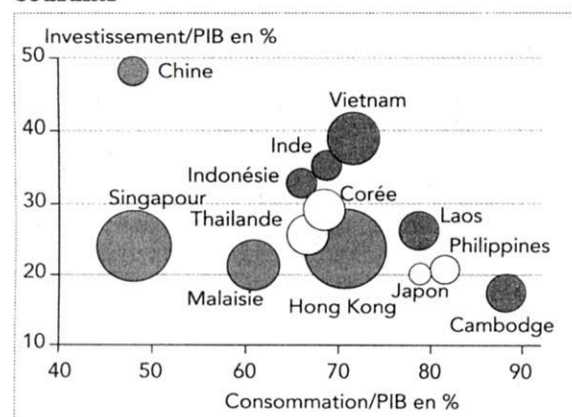
3 L'amélioration progressive de la notation de la dette souveraine par les agences de *rating*, ainsi que l'incorporation progressive de la dette obligataire domestique de ces pays aux indices mondiaux vont également dans ce sens. La Malaisie a rejoint Singapour et le Japon dans le World Government Bond Index de Citigroup en 2007.

Un rééquilibrage du modèle de croissance des principaux pays asiatiques paraît nécessaire à terme

Caractérisation du modèle de croissance des pays de la zone

La plupart des pays de la zone ont un régime de croissance déséquilibré (voir graphique 3), qui se manifeste par un excédent ou un déficit externe significatif. Les pays avec les excédents les plus élevés sont la Chine, Hong Kong, la Malaisie et Singapour, traduisant un excédent d'épargne par rapport à l'investissement domestique. *A contrario*, l'épargne ne parvient pas à financer l'intégralité de l'investissement au Vietnam, au Cambodge et au Laos, d'où un déficit courant significatif.

3. Répartition de la demande interne, degré d'ouverture des économies et déséquilibres courants



Lecture : En Chine, la consommation représente 48 % du PIB, tout comme l'investissement, tandis que le taux d'ouverture (qui correspond à la taille des bulles) est de 25 %. La couleur des bulles correspond au solde courant moyen sur 2002-2011, rouge quand ce solde est supérieur à 5 % du PIB, orange lorsqu'il est compris entre 0 et 5 %, blanc quand il est proche de l'équilibre et bleu lorsqu'il est en déficit.

Source : FMI, CEIC.

S'agissant de la répartition de la demande interne, les Philippines, le Laos et le Cambodge s'appuient sur la consommation domestique. La Chine s'appuie surtout sur un taux d'investissement très élevé, tout comme dans une moindre mesure le Vietnam.

Les principaux pays de l'Asean ont une économie fondée sur leur secteur exportateur, qui les rend vulnérables aux chocs extérieurs.

Les pays asiatiques ont pour la plupart d'entre eux vu leur taux d'inflation diminuer fortement ces dernières années. Il reste plus élevé que dans le reste de la zone en Inde, en Indonésie, au Vietnam, au Cambodge et au Laos. Cette persistance d'une inflation relativement plus élevée témoigne d'un sous-investissement ou d'un investissement peu productif, mais également d'autres facteurs^[10].

Les pays dont les exportations sont les moins diversifiées (voir tableau) sont particulièrement vulnérables à un choc externe. C'est le cas des pays exportateurs de matières premières (Cambodge, Philippines, Laos), ou de ceux où l'activité logistique est dominante (Singapour, Hong Kong). S'agissant des importations, la plupart des pays sont importateurs nets de matières premières et notamment d'énergie, particulièrement la Chine. Cependant, en dehors de petits pays, ces économies sont suffisamment diversifiées pour ne pas avoir vu leurs termes de l'échange^[11] trop se dégrader malgré la hausse du cours des produits de base intervenue ces dernières années. Le risque qu'une nouvelle hausse du cours des matières premières pèse sur l'équilibre externe de la zone est donc plus modéré que dans d'autres zones émergentes.

Indice de concentration des exportations

Pays les moins avancés	0,43	Inde	0,15
Cambodge	0,34	Corée	0,15
Philippines	0,33	Vietnam	0,14
Laos	0,32	Japon	0,13
Singapour	0,27	Chine	0,11
Hong Kong	0,20	Thaïlande	0,09
Malaisie	0,16	Économies avancées	0,06
Indonésie	0,16		

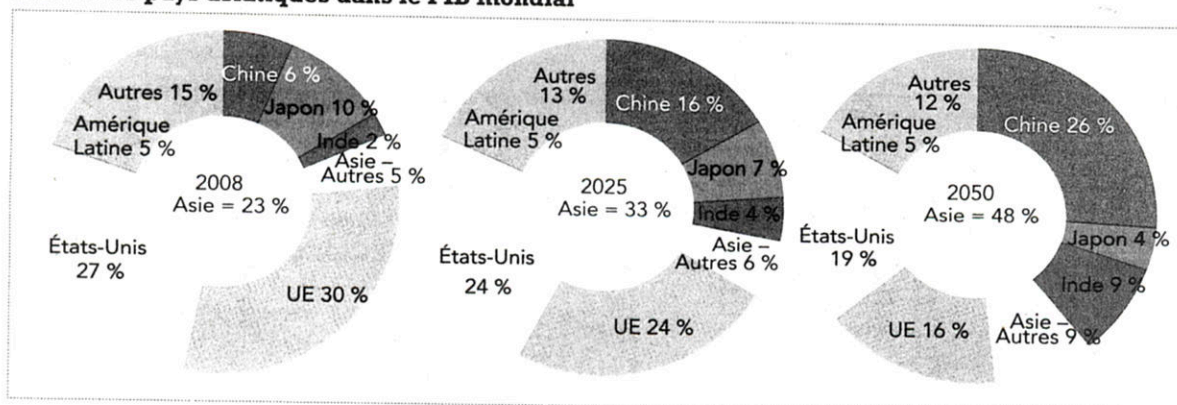
Méthodologie et lecture : l'indice de concentration a été normalisé afin d'obtenir des valeurs comprises entre 0 (forte diversification des exportations) et 1 (pas de diversification). La lecture de cet indicateur n'est pas linéaire. Les exportations sont très diversifiées avec un indice en dessous de 0,1 et commencent à être relativement moins diversifiées à partir d'un indice de 0,25.

Source : Cnucead.

10 Le subventionnement des prix à la consommation (notamment de l'énergie) induit deux effets inflationnistes liés à ces faibles coûts : une surconsommation de ces biens qui engendre leur pénurie, ainsi qu'un sous-investissement dans la production de ces biens aggravant encore cette pénurie. Ce facteur est le plus prégnant en Inde et en Indonésie.

11 Indicateur qui rapporte le prix des exports au prix des imports.

2. Part des pays asiatiques dans le PIB mondial



Source : CEPIL, « The World Economy in 2050 : A Tentative Picture » WP 2010-27.

que sur les investissements directs à l'étranger (IDE), même si de nombreuses restrictions subsistent.

En Chine, les sorties de capitaux des résidents restent très encadrées, même si des initiatives récentes ont accru le volume d'IDE sortants. L'originalité de la Chine tient dans une volonté d'internationaliser le renminbi, concomitante à l'effort de libéralisation progressive du compte financier. Les premières tentatives pour développer l'usage du yuan ont été réalisées *offshore*, dans la mesure où les contrôles de capitaux limitent les possibilités d'intervention des non-résidents en Chine. Hong Kong est la plate-forme d'internationalisation privilégiée, où un marché obligataire, des dépôts bancaires et la possibilité de commercer en yuans ont été mis en place. Une étape ultérieure prévue par les autorités sera d'organiser ces opérations en Chine. Le gouvernement chinois a récemment annoncé son intention d'organiser une plate-forme de règlement en yuan à Shanghai. L'accès des non-résidents au marché chinois est également régulièrement étendu, avec l'accroissement progressif de leur quota d'investissement (dit *qualified foreign institutional investors*) sur les marchés financiers.

Le développement progressif des marchés financiers et un cadre macroéconomique de plus en plus solide ont également permis une flexibilisation croissante des régimes de change en Asie. Une flexibilité trop faible du taux de change peut viser à maintenir un taux de change sous-évalué afin de soutenir la

compétitivité du secteur exportateur, reproche qui est fréquemment fait aux économies émergentes asiatiques. Mais elle n'est pas sans risques sur le plan interne pour la maîtrise des évolutions nominales. Sur les quinze dernières années, plusieurs pays sont passés à un flottement contrôlé (Corée, Indonésie, Thaïlande, plus récemment Malaisie et Philippines). Plus récemment, la Chine a flexibilisé son régime de change (à partir de juillet 2005), mais est repassée à un régime de changes fixes en 2009-2010, en lien avec la crise qui touche les pays développés. Elle n'a que très marginalement fait évoluer son régime depuis. Encore aujourd'hui, seul le Japon adopte un flottement intégral, ce qui n'exclut pas des interventions verbales ou physiques sur le marché des changes.

Les pays asiatiques sont engagés dans un processus d'intégration régionale croissante

Les pays asiatiques ont pris plusieurs initiatives qui ont accru leur intégration commerciale et financière. Le caractère récent de certaines de ces initiatives laisse penser que cette intégration va encore se renforcer. D'ores et déjà, dans l'Asean, la part du commerce intra-zone est passée de 18 à 26 % entre 1990 et 2010, et la part de la Chine dans les exportations de la zone est passée de 6 à 15 % entre 2000 et 2010⁴. Cette progression du commerce régional s'explique en partie par l'organisation

4 À noter également le rôle des entrées de la Chine (2001) et du Vietnam (2007) à l'Organisation mondiale du commerce (OMC), qui

des chaînes de production, qui peuvent par ailleurs être initiées et/ou être à destination de pays en dehors de la zone. En Chine, les importations pour réexportation ont représenté 30 % des importations en 2011, tandis que les réexportations atteignaient 46 % des exportations totales.

Cette imbrication croissante des chaînes de production a pour conséquence de renforcer les interdépendances, notamment lorsqu'une crise ou une catastrophe naturelle survient dans un des maillons de la chaîne, par exemple le tremblement de terre du Japon ou les inondations en Thaïlande en 2011. Le poids croissant de la Chine dans le commerce mondial induit également un risque de contagion d'une crise chinoise aux autres économies émergentes, particulièrement au travers du canal du cours des matières premières, comme l'a souligné le FMI⁵. Cette intégration régionale croissante semble devoir se poursuivre, mais n'empêche pas l'Asie de rester vulnérable à un affaiblissement de la demande des économies avancées.

L'intégration financière a également progressé en Asie, même si elle reste encore limitée, que ce soit à l'intérieur de la zone, ou vis-à-vis du reste du monde. La vulnérabilité de ces économies à des chocs financiers est donc plus forte, particulièrement dans l'Asean et en Corée⁶, même si les marges de manoeuvre accumulées ces dernières années permettent à ces pays de mieux y répondre. Les accords de *swaps*⁷ qui existent entre les pays de la zone, qu'ils soient régionaux ou bilatéraux, sont également un élément stabilisant.

Ces accords visent à sécuriser un accès à de la liquidité en devises, soit dans une optique de stabilité financière, soit dans une optique

de règlement du commerce (par exemple en yuans). Dans ce droit fil, trois évolutions sont notables, concernant les accords bilatéraux :

– La première concerne la stabilité financière. En 2008, au terme de tensions sur l'accès à la liquidité en dollars, la Corée et Singapour (ainsi que le Brésil et le Mexique) ont signé un accord de *swap* de 30 milliards de dollars chacun avec les États-Unis. Fin 2011, la Corée a signé un accord avec le Japon pour une ligne dollar-won de 30 milliards de dollars (cette ligne venant en complément d'une ligne yen/won).

– La deuxième a trait au règlement du commerce et à l'internationalisation du renminbi. La Chine a signé des accords bilatéraux pour un total équivalent à 260 milliards de dollars, afin de soutenir le règlement de son commerce extérieur en yuan⁸⁹ qui a atteint 9 % fin 2011.

– La troisième fait référence aux premières transactions directes yen/yuan depuis début juin 2012.

En complément, l'Asean+3 s'est doté il y a quelques années d'un filet de sécurité financier (*Chiang Mai Initiative*), constitué initialement à partir de lignes de *swap* bilatérales, dont le montant global a été porté de 60 à 120 milliards de dollars en 2010 et a encore été doublé en mai 2012. Dans ce cadre, un organe de surveillance macroéconomique régionale (l'AMRO) a été créé en 2011.

Cette régionalisation semble concerner également de plus en plus le secteur bancaire. Selon les données de la Banque des règlements internationaux BRI, l'exposition transfrontalière des banques de l'Asie-Pacifique en Asie émergente est passée de 17 % à fin 2007 à 22 % à fin 2011. Ce mouvement pourrait se poursuivre, avec la perspective d'un *deleveraging* des banques des pays développés, afin notamment de satisfaire aux nouveaux ratios de liquidité, sans préjuger de problématiques pays plus spécifiques.

ont préfiguré la conclusion d'accords de libre-échange, dont celui entre la Chine et l'Asean entré en vigueur en 2010.

5 FMI (2011), *People's Republic of China : Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues*.

6 Selon un document de travail du FMI (à paraître), *How Do Asian Financial Linkages to Systemic Economies Vary Over Time ?*.

7 Une ligne de *swap* est un accord entre banques centrales au travers duquel ces dernières s'engagent à se fournir mutuellement de la liquidité pour une période de temps déterminée. Par exemple, si les États-Unis et la Corée signent un accord de 30 milliards de dollars et que la Corée tire sur sa ligne pour 16 milliards de dollars, cela signifie que la Corée recevra cette somme en dollars et les États-Unis l'équivalent de cette somme en wons. L'opération devra être débouclée avant le terme de l'accord, sauf renouvellement.

8 Accords avec Hong Kong, la Corée, le Brésil, la Malaisie, Singapour, l'Indonésie, l'Argentine, la Thaïlande, le Kazakhstan, les Émirats, la Nouvelle-Zélande, le Belarus, le Pakistan, la Turquie, la Mongolie, l'Islande et l'Ouzbékistan.

9 Cette démarche fait partie d'un programme plus large d'internationalisation du RMB, qui comprend également la création de marchés *offshore* (obligations, dépôts bancaires), en premier lieu à Hong Kong.

En Chine, des facteurs démographiques pourraient conduire à une baisse du taux d'épargne, en raison du vieillissement de la population. Selon la théorie du cycle de vie, une population jeune a intérêt à générer une épargne de précaution¹⁵, afin de pouvoir conserver une consommation élevée à l'âge de la retraite. Au fur et à mesure du vieillissement de la population, une baisse de l'épargne en faveur de la consommation est plausible, ce qui contribuerait à un rééquilibrage progressif du modèle de croissance.

Le rééquilibrage du modèle de croissance chinois vers la consommation est par ailleurs nécessaire car l'économie mondiale a une capacité d'absorption nécessairement limitée des exportations chinoises. Ces dernières représentent aujourd'hui 10 % du total mondial.

La dynamique de croissance des pays asiatiques pourrait être fragilisée

Le scénario le plus probable d'ici à 2020 devrait être celui d'une poursuite de la convergence des économies de la région vers les niveaux de revenu des économies avancées (voir graphique 1). À côté des aléas climatiques classiques (tremblement de terre au Japon et effet sur les chaînes de production) et des risques géopolitiques, des risques existent par rapport à ce scénario central, à un horizon plus ou moins lointain.

Les risques liés à l'endettement

À court/moyen terme, des questions peuvent se poser au regard de la soutenabilité de l'endettement dans plusieurs pays de la zone. Les interrogations principales concernent :

– L'endettement public au Japon : le niveau de la dette publique (elle devrait s'approcher de 250 % du PIB en brut et 150 % en net selon le FMI) apparaît en soi élevé. Jusqu'à présent, l'appétit des résidents (en particulier le secteur bancaire) pour la dette publique a été un atout. De plus, la raréfaction des actifs sans risque au

baisse soudaine des exportations). L'intervalle de confort serait compris entre 100 et 150 %.

15 En Chine, cette incitation à épargner est renforcée par le trop faible développement des systèmes de sécurité sociaux.

niveau mondial a conduit les non-résidents à faire croître leur détention de titres publics japonais (ils détiennent aujourd'hui 8,3 % de la dette publique japonaise). L'adoption le 15 janvier 2013 par les autorités d'un plan de relance budgétaire de plus de 2 points de PIB sur 2013 devrait contribuer à soutenir l'activité, mais risque de détériorer la santé des finances publiques. Si le doublement de la taxe sur la consommation, de 5 à 8 % en 2014 et de 8 à 10 % en 2015, devrait contribuer à la consolidation des finances publiques, de nouvelles mesures budgétaires seront nécessaires pour atteindre les objectifs gouvernementaux de réduction de moitié du déficit primaire en 2015 et d'équilibre en 2020.

– L'endettement public en Inde : le déficit courant est essentiellement causé par le déficit public, qui a atteint 9,2 % du PIB pour l'année budgétaire 2010/11 (dont 2,7 points pour les provinces), portant la dette publique à 70 % du PIB. Ce déficit est structurel et le ralentissement de la croissance actuellement perceptible en Inde, pourrait peser sur les efforts de rééquilibrage. Dans ce contexte, Standard & Poor's et Fitch ont menacé de retirer l'*investment grade* au pays, la notation étant actuellement de BBB¹⁶.

– L'endettement privé en Corée : la dette des ménages a atteint 87,5 % du PIB fin 2011, à comparer avec un niveau de 90,7 % aux États-Unis. Elle est constituée en premier lieu de prêts hypothécaires, dont la majeure partie est à taux variable, et qui pour moitié viendront à échéance d'ici à fin 2013. Le gouvernement a adopté des mesures macro-prudentielles pour contenir les risques, dont des limites en termes de ratio dette sur revenus¹⁷, et des incitations fiscales pour faire baisser la part des prêts à taux variable. Cependant, la vulnérabilité des ménages à une baisse des prix de l'immobilier et à une hausse des taux reste forte.

– Les gouvernements locaux et l'immobilier en Chine : le ratio crédit sur PIB atteint 150 %

16 L'*investment grade* correspond à une notation de BBB- ou mieux. Le fait d'être *investment grade* permet l'incorporation des titres émis au portefeuille des investisseurs qui souhaitent prendre peu de risques.

17 Le gouvernement se laisse la possibilité d'accroître cette limite si un soutien au secteur immobilier s'avère nécessaire, comme annoncé le 23 juillet 2012.

Équilibre épargne/investissement et conséquences de ces modèles de croissance

Si la majorité des pays de la zone génère des excédents courants, ce phénomène ne date que d'une quinzaine d'années. Il a été consécutif à la crise asiatique, avant laquelle seuls le Japon et Singapour généraient des excédents. Avant cette crise, la grande majorité des économies émergentes de la zone (Hong Kong, Indonésie, Corée, Malaisie, Thaïlande, Singapour) avait un taux d'investissement nettement supérieur à ce qu'il est aujourd'hui, et même supérieur au taux d'épargne, d'où un déficit de la balance courante. La crise a entraîné une forte baisse du taux d'investissement, alors même que le taux d'épargne s'est maintenu à des niveaux comparables, ouvrant la voie à de forts excédents courants. Ces excédents se sont combinés à des entrées de capitaux privés de plus en plus importantes, attirées par un potentiel de croissance élevé, la disparition des problèmes de soutenabilité de la dette et la stabilité des taux de change. Selon la dernière estimation réalisée par le FMI dans le cadre de l'*External Balance Assessment* (EBA), les taux de change des économies asiatiques présenteraient toujours des déviations importantes par rapport à leur valeur d'équilibre. En particulier, la Thaïlande, la Corée, la Chine présenteraient des taux de change sous-évalués. À l'inverse, la roupie indonésienne et surtout indienne seraient surévaluées. En conséquence, les pays asiatiques ont accumulé des réserves de change, détenant aujourd'hui près de la moitié des réserves mondiales, et engendrant un transfert d'épargne vers les économies avancées.

Trois situations spécifiques doivent être soulignées :

- La Chine, où le taux d'investissement est resté élevé après la crise asiatique et a même progressé (48 % en 2011), même si une hausse du taux d'épargne (51 % en 2011) permet de conserver un excédent courant.
- Le Vietnam, dont la situation ressemble à celle des pays asiatiques avant la crise de 1997, avec une forte croissance de l'investissement et des déficits courants.
- L'Inde, où la progression des déficits est modérée, mais concentrée sur le secteur public.

Par conséquent, la croissance, pour forte qu'elle soit dans plusieurs pays, peut sembler déséquilibrée. L'épargne excédentaire qui prévaut dans la plupart des pays est placée dans sa majeure partie dans des titres de dette publique étrangère, peu rentables. Les pays qui souffrent encore d'un retard de développement (voir graphique 1) gagneraient à investir davantage dans leur économie, car ils ont des besoins très conséquents en infrastructures et en formation de leur main-d'œuvre.

Le rééquilibrage du modèle de croissance : un horizon rapproché est-il plausible ?^[12]

La crise asiatique de 1997 a montré qu'un investissement peu productif pouvait faire partie des facteurs à l'origine de la crise. L'indicateur ICOR^[13] mesure le nombre d'unités d'investissement nécessaires pour obtenir une unité de PIB supplémentaire, et permet donc d'évaluer la qualité de l'investissement. Cet indicateur avait permis de capturer la dégradation préalable à la crise asiatique et semble donc posséder un pouvoir prédictif. Dans les deux pays qui ont connu une forte croissance de l'investissement ces dernières années, l'ICOR s'est détérioré. En moyenne sur 2009-2011, il atteint 5 en Chine (soit le chiffre le plus élevé depuis le début des années 1990) et 6 au Vietnam (record historique). Ce résultat rend probable une érosion de la croissance dans ces deux pays. Au Vietnam, il signifie même un risque de crise et donc un rééquilibrage brutal, cet investissement spéculatif se combinant avec un déficit extérieur et un faible niveau de réserves de change^[14], dans une situation qui ressemble à celle des pays asiatiques en 1997.

12 Cette sous-partie évoque le cas des pays dont le modèle actuel peut poser des problèmes de soutenabilité (Vietnam, Chine), celui des autres pays étant évoqué dans la dernière partie ; concernant la Chine, Delozier B. et Rebillard C. (2011), « Le rééquilibrage de la croissance chinoise : enjeux et perspectives », *Lettre Trésor-Éco*, n° 75, dresse un panorama plus complet.

13 ICOR signifie Incremental Capital Output Ratio. Un niveau de 3 peut être considéré comme un bon niveau d'ICOR. L'ICOR peut se calculer comme le rapport du taux d'investissement et du taux de croissance du PIB.

14 Un calcul effectué sur la base de la méthodologie d'un Policy Paper du FMI (« *Assessing Reserve Adequacy* », 2011), indique que, à leur niveau de fin 2011, les réserves de change ne représenteraient que 40 % des besoins potentiels qu'elles pourraient servir à couvrir (soit une partie de la dette à court terme, des sorties de capitaux, une conversion d'actifs monétaire en dollars vers le dollar, ou une

en Chine, niveau élevé pour un pays avec ce niveau de développement.

L'endettement des gouvernements locaux mérite une vigilance, en raison de son opacité et de sa forte augmentation depuis 2008. Cet endettement serait compris entre 22 et 34 % du PIB, selon les sources. Il transite par des plate-formes de financement opaques, dont la capacité d'endettement est positivement corrélée au prix des terrains. Le gouvernement a demandé aux banques de renouveler ces prêts, afin d'éviter tout incident de paiement. Cependant, il semble qu'une partie de ces prêts ait été transférée du portefeuille des banques commerciales à celui des banques d'investissement publiques (*policy banks*), où ils sont de plus en plus concentrés¹⁸.

La croissance de l'immobilier a été forte et ce secteur représente aujourd'hui 25 % du PIB. À l'endettement spécifique de ce secteur, s'ajoute le fait que les biens immobiliers sont utilisés en collatéral pour d'autres types d'endettement (dont celui des gouvernements locaux). Si le rapport *financial system stability assessment* publié en 2011 par le FMI a estimé qu'une forte baisse des prix de l'immobilier ne conduirait les prêts non performants qu'à 8 % des prêts totaux, une vigilance reste de mise.

Le risque lié à un sous-investissement chronique

La plupart des pays de la zone restent des pays à revenu intermédiaire et avec un retard conséquent en termes de développement des infrastructures et de qualification de la main-d'œuvre. La convergence du revenu par habitant de ces pays vers celui des économies avancées nécessitera donc un effort d'investissement conséquent, que ce soit en capital humain ou en capital physique. Le risque

¹⁸ Selon la banque d'investissement Sanford Bernstein, ces prêts représenteraient près de 40 % du portefeuille de prêt de ces banques, contre une moyenne de près de 18 % pour l'ensemble du secteur bancaire.

est qu'en l'absence de cet investissement, cette convergence s'interrompt et que ces pays restent des pays à revenu intermédiaire (*middle income trap*).

L'absence de rééquilibrage du modèle de croissance

À court terme, un risque de crise de balance des paiements existe dans certains pays. La trajectoire du Vietnam est, à ce titre, un sujet d'inquiétude, tout comme celle du Cambodge et du Laos, que leur dépendance aux exportations de matières premières rend vulnérables.

À plus moyen terme, la crainte serait celle d'un insuffisant rééquilibrage du modèle de croissance chinois. L'exemple du Japon montre qu'un rééquilibrage complet ne peut avoir lieu qu'avec l'adoption des réformes structurelles favorables au développement du marché intérieur, susceptibles de soutenir un développement suffisant de la consommation domestique, faute de quoi la croissance s'essouffle progressivement¹⁹.

¹⁹ Pour un panorama plus complet, voir « Box 3 : Key Lessons from Recent Japanese History », dans le rapport Article IV du FMI sur la Chine, 2010.

Lettre Trésor-Éco

« L'ASIE À L'HORIZON 2020 : MODÈLES DE CROISSANCE ET DÉSÉQUILIBRES »

Certains graphiques et tableaux ne sont pas reproduits.
N° 109, février 2013

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

Direction générale du Trésor

139, rue de Bercy

75575 Paris cedex 12

Tél. : + 33 (0)1 44 87 18 51

tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-eco

Stéphane Colliac est adjoint au chef du Bureau politiques économiques et risques internationaux à la Direction générale du Trésor. L'auteur remercie pour leur contribution les Services économiques de Hong Kong, New Delhi, Pékin, Séoul, Singapour et Tokyo.

