

Le casse-tête de l'investissement en Asie

Inspection d'un gratte-ciel en construction en Corée.

Charles Kramer

Malgré la reprise de l'activité en Asie, les incertitudes qui subsistent semblent freiner l'investissement

L'ACCUMULATION d'excédents courants considérables en Asie depuis la crise financière de 1997-98 a amené les économistes à s'interroger sur l'origine de ces déséquilibres. Deux thèses dominent : celle de la «surabondance d'épargne», selon laquelle l'Asie inonde le monde de son épargne excédentaire, ce qui fait descendre les taux d'intérêt à des niveaux artificiellement bas et favorise l'apparition de déficits extérieurs correspondants aux États-Unis, et la thèse de la «chute de l'investissement», selon laquelle l'investissement est atone depuis la crise asiatique. Ces deux interprétations sont importantes en raison de leurs implications pour la politique économique.

Nous examinerons ici la possibilité que la situation actuelle s'explique en grande partie par la chute de l'investissement dans les pays émergents d'Asie. Depuis dix à

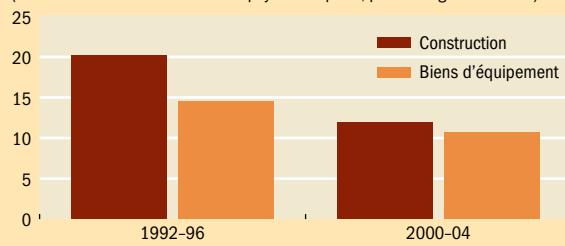
quinze ans, l'épargne globale est relativement stable en Asie, hormis la Chine, et, selon certaines études du FMI, conforme aux données économiques fondamentales (FMI, 2005). En revanche, l'investissement global, qui a fortement diminué au moment de la crise, ne s'est que partiellement redressé et semble faible par rapport aux facteurs fondamentaux qui

Graphique 1

Recul généralisé

Dans les secteurs de la construction et des biens d'équipement, l'investissement est en diminution depuis la crise.

(investissement réel dans certains pays asiatiques¹, pourcentage du PIB réel)



Sources : CEIC Data Company Ltd; FMI, base de données des Perspectives de l'économie mondiale.

¹Corée, Philippines, Singapour, province chinoise de Taiwan et Thaïlande.



en déterminent habituellement le niveau. Certes, les chiffres globaux masquent une réalité plus complexe : la part relative des différentes composantes de l'épargne (État, ménages et entreprises) a évolué dans le temps, et la chute de l'investissement varie d'un pays à l'autre tant par son ampleur et ses caractéristiques que par les facteurs qui en sont à l'origine.

Baisse continue de l'investissement

La chute de l'investissement dans les pays émergents d'Asie (Corée, RAS de Hong Kong, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, province chinoise de Taiwan et Thaïlande) a été prolongée, sensible et généralisée, et tient surtout à une baisse de l'investissement privé (FMI, 2006a). Ainsi, si l'on compare 1992–96 à 2000–04, l'investissement privé a diminué dans des proportions comprises entre 5 et 18 points de PIB en Corée, dans la RAS de Hong Kong, à Singapour, en Malaisie et en Thaïlande (l'investissement public est resté relativement stable). La chute de l'investissement a aussi été particulièrement prononcée en Asie par rapport aux autres régions ces quinze dernières années, même si elle est comparable à ce qu'a connu l'Amérique latine pendant la crise de la dette des années 80.

Le repli de l'investissement découle à la fois de l'effondrement des achats immobiliers après une période d'expansion et de la diminution des investissements productifs (graphique 1). Au milieu des années 90, plusieurs pays montraient des signes de surchauffe dans le secteur de la construction : les taux d'occupation étaient en baisse, les prêts hypothécaires se développaient rapidement et les prix de l'immobilier restaient élevés. Mais, à partir de 1997, l'investissement dans ce secteur chutait brutalement, diminuant par exemple de 10 points de PIB en Thaïlande. Les prix de l'immobilier suivaient le même mouvement, alors que les prêts hypothécaires, naguère en pleine expansion, accusaient eux aussi un repli. Par ailleurs, la baisse des investissements productifs a aussi largement contribué au repli de l'activité pendant la crise et au manque de dynamisme économique après celle-ci. En Thaïlande, par exemple, les dépenses d'équipement et de construction expliquent à parts égales la chute de l'investissement après la crise. En Corée, l'investissement dans les transports et les biens d'équipement professionnel a diminué de moitié par rapport au record de 14 % du PIB atteint en 1996 et ne s'est jamais relevé depuis, alors que l'investissement dans la construction donne depuis quelque temps des signes timides de reprise.

L'investissement est-il insuffisant? Selon certaines études récentes, il semblerait que oui. Chinn et Ito (2005) constatent que l'investissement dans les pays émergents d'Asie, hormis la Chine, est bien plus faible que leurs modèles empiriques ne le prédisent, surtout depuis quelques années. D'après Eichengreen (2006), on ne peut expliquer la chute prononcée de l'investissement par l'évolution des données économiques fondamentales. Enfin, selon une étude récente du FMI, les taux d'investissement dans les pays d'Asie sont inférieurs aux niveaux tendanciels sur longue période (FMI, 2005).

D'un autre côté, l'éclatement de la bulle immobilière et un retour à la modération après une période de surinvestissement ont sans aucun doute ramené l'investissement à des niveaux plus rationnels dans plusieurs pays. La baisse des prix relatifs des biens d'équipement, conjuguée à la plus grande efficacité de ces biens, pourrait réduire les investissements en capital; mais les déflateurs de l'investissement n'ont guère diminué, par rapport au déflateur du PIB, et les ratios d'investissement

réel ont aussi reculé. De plus, bien que le taux d'investissement en Asie soit inférieur aux niveaux d'avant la crise, il reste supérieur à ceux des autres régions.

Enfin, la relation entre l'investissement et les données macro-économiques fondamentales semble avoir changé. Par exemple, la corrélation entre le ratio investissement/PIB et la croissance décalée du PIB — une simple relation d'«accélérateur» — s'est fortement distendue après la crise. En outre, la relation entre exportations et investissement ainsi qu'entre bénéfices et investissement semble ne plus exister depuis la crise.

Qu'est-ce qui freine l'investissement?

Pourquoi l'investissement reste-t-il obstinément faible? Plusieurs facteurs sont à prendre en compte, dont les effets des restructurations dans le secteur financier et celui des entreprises, la concurrence de la Chine et le sentiment que les conditions d'investissement sont plus risquées, sentiment qui semble généralisé alors que les autres facteurs varient davantage selon le pays.

Restructurations dans le secteur financier et celui des entreprises. Les tensions dans le secteur financier et celui des entreprises ainsi que les restructurations qu'elles ont induites

«En plus de freiner l'investissement, l'augmentation des risques macro- et microéconomiques a peut-être incité les entreprises et les ménages à épargner davantage à titre de précaution.»

ont aggravé la chute de l'investissement après la crise financière, mais cet effet semble avoir cessé aujourd'hui. Dans le secteur financier, la nette dégradation de la solvabilité et de la liquidité du système bancaire à la suite de la crise a incité les banques à restreindre le crédit, ce qui a eu d'énormes répercussions sur l'investissement. L'effet a été d'autant plus sensible que les marchés d'obligations d'entreprises, qui servent de substitut au crédit bancaire en période de tensions financières, étaient sous-développés. Plus récemment, les banques ont nettement amélioré leurs résultats : les ratios de créances imprudentes ont fortement diminué (tout en restant dans l'ensemble supérieurs à ceux des pays développés), les ratios de fonds propres ont augmenté et les rendements des actifs se sont élevés. En outre, dans certains pays, le redressement des prix de l'immobilier a aidé à atténuer les pressions qui pesaient sur les bilans des banques. Bien que, en proportion du PIB, le crédit au secteur privé stagne depuis la crise, cela semble dû davantage à la faiblesse de la demande de crédit des entreprises qu'à des difficultés du système bancaire, car les taux préteurs ont diminué. D'ailleurs, les prêts à la consommation ont fortement progressé ces dernières années.

Dans le secteur des entreprises, les bilans et les bénéfices se sont considérablement améliorés. Pendant la crise, le niveau d'endettement avait fait un bond (en raison notamment de la dépréciation de la monnaie qui a fait monter la valeur des engagements en monnaie locale), la couverture

des intérêts (ratio bénéfices avant intérêts et impôts/charges d'intérêts) avait chuté et le rendement des capitaux propres avait nettement baissé. Par la suite, les entreprises ont réduit leurs investissements alors qu'elles redressaient leur bilan et restructuraient leurs activités. Ces dernières années, toutefois, l'endettement a retrouvé ses niveaux d'avant la crise, la couverture des intérêts a atteint son plus haut niveau depuis dix ans, et la rentabilité a regagné presque tout le terrain perdu. Tout cela semble indiquer que les entreprises des pays émergents d'Asie, jugeant peut-être que les risques s'étaient accentués, ont suivi une politique financière plutôt prudente. C'est d'ailleurs en partie pour des raisons similaires que l'épargne des entreprises s'est accrue dans les pays du Groupe des Sept (FMI, 2006b). Cette prudence financière tient peut-être aussi à des considérations concernant la gouvernance des entreprises : le faible niveau d'endettement et le montant élevé des liquidités traduisent peut-être une volonté de racheter des actions ou de prendre d'autres mesures pour se prémunir contre les prises de contrôle. Ainsi, les bilans des entreprises étant à nouveau au moins aussi solides qu'au début des années 90, on peut difficilement imputer l'atonie de l'investissement au niveau régional à la fragilité des entreprises.

La Corée, exemple type des problèmes d'investissement

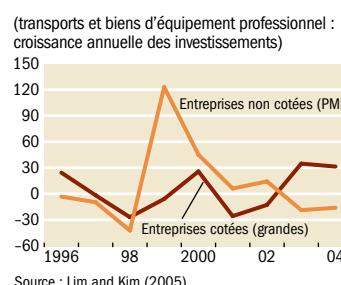
En Corée, l'investissement dans les transports et les biens d'équipement professionnel est resté atone depuis la crise, en raison surtout de la fragilité des petites et moyennes entreprises (PME). En 2003-04, par exemple, une forte baisse des dépenses en biens d'équipement des PME a neutralisé la croissance rapide de ce type d'investissement par les grandes sociétés (voir graphique). Cela traduit peut-être la santé relativement meilleure des grandes sociétés et la difficulté qu'éprouvent les PME à opérer dans une économie intérieure qui se mondialise et manque de dynamisme.

On estime ainsi qu'une entreprise sur quatre ne réussit pas à couvrir ses dépenses d'intérêts avec ses bénéfices d'exploitation. Mais il y a aussi des problèmes structurels : l'intensification de la concurrence de la Chine met à mal les PME à forte intensité de main-d'œuvre, en particulier dans le secteur manufacturier bas de gamme. De plus, dans ce secteur, les PME semblent souffrir d'un excédent de capacités, et dans le secteur des services, où opèrent nombre de PME, l'excédent de capacités et la faiblesse de la productivité ont aussi restreint l'investissement. En raison des rigidités persistantes du marché du travail, la gestion de la main-d'œuvre est plus difficile et plus coûteuse, ce qui pousse de nombreuses sociétés à développer leurs activités ailleurs.

Il se peut aussi que l'expansion rapide du crédit aux PME garanti par l'État ait freiné l'investissement. Depuis 1997, ces garanties ont triplé pour atteindre environ 6 % du PIB. Dans la mesure où elles bénéficient surtout aux PME existantes, elles entravent l'établissement d'autres entreprises (et la sortie de celles qui existent) et retardent les restructurations nécessaires. Il sera indispensable de restructurer le secteur des PME et de revitaliser le secteur des services par une déréglementation plus poussée et une réforme du secteur financier pour assurer une reprise durable des dépenses en biens d'équipement.

Atonie

Depuis la crise, les PME investissent peu.



Ce tableau global masque toutefois des faiblesses éparses dans le secteur des entreprises. Par exemple, les données analysées ci-dessus ne concernent que les entreprises cotées et exclut donc nombre de PME, dont la fragilité a fortement restreint l'investissement dans certains pays, tout particulièrement en Corée (voir encadré). En outre, l'éclatement de la bulle mondiale des technologies de l'information au début de la décennie a durement éprouvé les sociétés du secteur, au moment même où elles devaient faire face à l'intensification de la concurrence mondiale.

Concurrence de la Chine. Face à la capacité formidable de la Chine d'attirer les investissements directs étrangers (IDE), on peut se demander si elle ne le fait pas aux dépens des autres pays. Les investissements directs en Chine ont presque décuplé depuis le début des années 90, ce qui fait de la Chine l'une des premières destinations mondiales pour les IDE. Mais, en même temps, la croissance du marché intérieur et des exportations y a créé une demande de produits étrangers et, partant, de nouvelles possibilités d'échanges commerciaux et d'investissement, qui incitent notamment les autres pays à investir en Chine pour participer à l'expansion de la chaîne de production.

Il semblerait qu'on assiste à un détournement de l'investissement dans certains pays et secteurs. Par exemple, en Corée, l'investissement net à l'étranger a augmenté de 42 % par an entre 2002 et 2004; dans le même temps, près de 43 % des investissements extérieurs avaient la Chine pour destination. Les PME étaient à l'origine d'environ 40 % de ces investissements, soit deux fois plus qu'au début des années 90. En général, les PME réduisent leurs investissements intérieurs lorsqu'elles effectuent des investissements à l'étranger, alors que les grandes sociétés accroissent les deux à la fois. Puisqu'une part croissante des investissements extérieurs sont le fait de PME, il se pourrait que l'augmentation des investissements en Chine des entreprises coréennes ait nui à l'investissement intérieur en Corée. Dans le secteur de l'électronique, l'investissement dans les usines de fabrication s'est fortement accru en Chine alors qu'il s'est sensiblement contracté en Asie du Sud-Est.

Pourtant, les études récentes ne permettent pas de démontrer que la Chine capte systématiquement les IDE au détriment des autres pays d'Asie (Chantasaswat *et al.*, 2004; Mercereau, 2005; Eichengreen and Tong, 2005). Qui plus est, selon certaines études, il semblerait que, les autres facteurs étant neutralisés, les flux d'IDE en direction de la plupart des pays d'Asie soient *positivement* corrélés aux flux en direction de la Chine, ce qui témoignerait d'une certaine complémentarité. Cette convergence d'effets positifs et négatifs pourrait expliquer en partie la difficulté de mettre en évidence un effet de détournement.

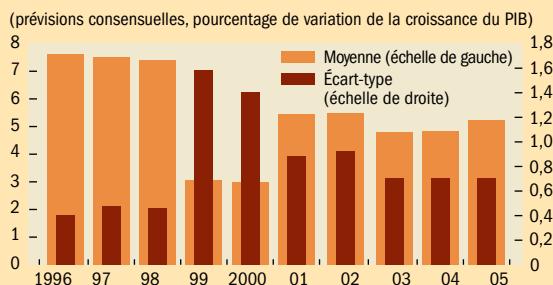
Risques d'investissement. Les risques macroéconomiques et microéconomiques



Graphique 2

Des prévisions plus risquées

La plus grande dispersion des prévisions dénote une accentuation des risques subjectifs en Asie depuis la crise de 1997-98.



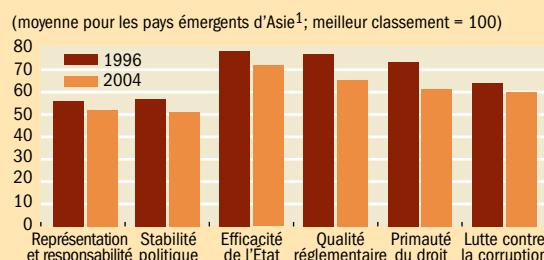
Source : Consensus Economics.

Note : Moyennes simples pour la Corée, l'Indonésie, la Malaisie, Singapour et la Thaïlande. Les prévisions s'entendent au mois de janvier pour l'année suivante (par exemple, « 1996 » désigne les prévisions de croissance pour 1996 faites en janvier 1995).

Graphique 3

Régression

La gouvernance s'est dégradée en Asie depuis la crise.



Source : Banque mondiale.

¹Chine non comprise.

apparaissent plus grands qu'avant la crise. Par exemple, les risques afférents aux perspectives économiques se sont aggravés. Selon des enquêtes consensuelles, si l'on compare la période 1996-98 à ces trois dernières années, la dispersion des projections de croissance du PIB entre prévisionnistes s'est accrue de 60 % (graphique 2), et le taux de croissance attendue est en forte diminution. Le regain d'incertitude et la baisse des anticipations de croissance ont pu faire diminuer l'investissement au lendemain de la crise. De fait, selon les théories modernes de l'investissement, l'incertitude joue un rôle central; autrement dit, elle décourage l'investissement. Le regain d'incertitude sur le plan macroéconomique pourrait tenir à plusieurs facteurs. Ainsi, la crise peut avoir été un rappel à la réalité pour les investisseurs qui tendaient à oublier les risques et les facteurs de vulnérabilité, en particulier ceux qui découlent des flux de capitaux.

Les risques microéconomiques se sont aussi accrûs pour les entreprises. Par exemple, les garanties ont souvent été retirées (à juste titre), notamment les garanties publiques explicites et les garanties croisées des banques et de leurs filiales. En outre, la gouvernance apparaît généralement moins bonne qu'avant la crise. Selon six critères différents (représentation et responsabilité démocratique, stabilité politique, efficacité de l'État, qualité du cadre réglementaire, primalité du droit et lutte

contre la corruption), les pays émergents d'Asie sont moins bien classés en 2004 qu'en 1996 (graphique 3). Cela dénote un changement du climat d'investissement qui pourrait se révéler important dans la mesure où la gouvernance est un facteur déterminant des IDE (Mercereau, 2005). Enfin, les activités de fabrication à faible valeur ajoutée se déplaçant vers la Chine, par exemple dans le secteur du textile, certains pays asiatiques doivent maintenant trouver leur place sur les marchés de l'électronique haut de gamme, où l'investissement est plus risqué en raison de l'évolution constante de la technologie et des goûts des consommateurs.

Malgré les mesures prises pour réduire les facteurs de vulnérabilité au lendemain de la crise, cette augmentation des risques, telle que la perçoivent les investisseurs, traduit peut-être en partie un plus grand réalisme et une redistribution des risques. Depuis la crise, en effet, les régimes de change sont devenus plus souples, les banques et les entreprises se sont renforcées, et les pays ont accumulé d'énormes réserves de change, autant d'éléments qui rendent l'Asie moins vulnérable. En même temps, il est probable que les investisseurs sous-estimaient les risques d'investissement avant la crise; maintenant que les garanties ont été retirées, ils assument comme il se doit une plus grande part de ces risques. Ainsi, il se peut que les investisseurs soient, dans une certaine mesure, plus réalistes qu'avant la crise. Mais l'augmentation des risques, telle qu'elle est perçue par les investisseurs, n'est pas forcément un simple sous-produit de la crise. Elle reflète peut-être aussi les changements survenus dans la structure des échanges et la production et qui vont sans doute perdurer, à savoir le déplacement de la production vers le marché de l'électronique haut de gamme, l'un des secteurs les plus volatils de l'économie mondiale.

L'impact sur l'investissement

Face à cette recrudescence des risques et de l'incertitude, comment va évoluer l'investissement? Les perspectives à moyen terme varient considérablement en fonction du groupe de pays émergents considéré. Dans les nouvelles économies industrielles, le ratio d'investissement devrait rester à peu près inchangé. Dans les pays d'Asie du Sud-Est (Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande), il devrait se redresser modérément, mais rester nettement inférieur aux records atteints avant la crise. En Inde, en revanche, il devrait largement dépasser les niveaux du milieu des années 90.

La baisse de l'investissement après la crise s'explique en partie par l'effondrement des marchés immobiliers hyperactifs qui, dans certains pays, ont été à l'origine de l'essentiel de cette baisse. Autrement dit, un retour au niveau d'investissement excessif d'avant la crise n'est ni vraisemblable ni justifié. En outre, l'innovation technologique, en créant des biens d'équipement plus efficaces, pourrait abaisser le ratio d'investissement optimal, encore que ces biens ont tendance à s'amortir rapidement, et l'effet devrait être limité. C'est en partie pour ces raisons qu'il est impossible de déterminer avec précision le «juste» niveau d'investissement.

Les priorités de la politique économique doivent être adaptées à la situation particulière de chaque pays. Cependant, il semble encore possible d'améliorer le climat de l'investissement, notamment par les moyens suivants :

- **Les politiques monétaires et budgétaires qui ont aidé à freiner l'aggravation des risques macroéconomiques devraient être poursuivies** (et renforcées là où cela est possible).

• *Dans certains cas, il serait aussi utile de procéder à des améliorations structurelles du climat de l'investissement au niveau microéconomique, notamment en matière de gouvernance*, pour contrer les incertitudes, relever les taux de rendement attendus et améliorer la compétitivité face à la mondialisation des marchés. La libéralisation des échanges, la déréglementation et l'amélioration des infrastructures sont autant d'éléments fondamentaux à cet égard. (En même temps, les subventions et les garanties qui faussent les décisions d'investissement doivent être évitées.)

• *Les systèmes financiers devraient être approfondis et élargis*, notamment en encourageant le développement des marchés d'obligations d'entreprises, en mettant en place des moyens supplémentaires de financement des investissements et en prévoyant un soutien pour les systèmes bancaires en cas de tensions. En même temps, des systèmes financiers mieux conçus peuvent aider les entreprises à faire face à un environnement plus incertain en facilitant la gestion et la diversification des risques d'investissement sur les marchés financiers.

Est-ce à dire que l'épargne n'a plus de rôle à jouer dans l'ajustement des soldes courants? Non. En fait, en plus de freiner l'investissement, l'augmentation des risques macro- et micro-économiques a peut-être incité les entreprises et les ménages à épargner davantage à titre de précaution. Si tel est le cas, les mesures visant à atténuer ces risques pourraient à la fois réduire l'épargne et stimuler l'investissement, ce qui aiderait à résorber les déséquilibres des comptes courants sur ces deux plans. ■

Charles Kramer est Chef de division adjoint au Département Asie et Pacifique du FMI.

Bibliographie :

Chantasawat, Busakorn, K.C. Fung, Hitomi Iizaka, and Alan Siu, 2004, "Foreign Direct Investment in China and East Asia," Stanford Center for International Development Working Paper 233 (Stanford, California: Stanford University).

Chinn, Menzie D., and Hiro Ito, 2005, "Current Account Balances, Financial Development and Institutions: Assaying the World 'Savings Glut,'" NBER Working Paper 11761 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Eichengreen, Barry, 2006, "Global Imbalances: The Blind Men and the Elephant," Issues in Economic Policy No. 1 (Washington: Brookings Institution).

_____, and Hui Tong, 2005, "Is China's FDI Coming at the Expense of Other Countries?" (mimeo; University of California, Berkeley, and Bank of England).

Fonds monétaire international, 2005, Perspectives de l'économie mondiale, septembre 2005, «Les déséquilibres mondiaux vus sous l'angle de l'épargne et de l'investissement», Études économiques et financières (Washington), p. 97-132.

_____, 2006a, Regional Economic Outlook: Asia and Pacific, May, World Economic and Financial Surveys (Washington).

_____, 2006b, Perspectives de l'économie mondiale, avril 2006, Études économiques et financières (Washington).

Kramer, Charles, Reza Siregar, Giovanni Dell'Arccia, Alain D'Hoore, Leif Eskesen, Roberto Guimaraes-Filho, Kenneth Kang, and Olaf Unteroberdoerster, "Analyzing Asia's Investment Decline" (non publié, Washington: International Monetary Fund).

Lim, Kyung-Mook, and Dong-Suk Kim, 2005, "Recent Facility Investment Trends," Quarterly Economic Outlook (July) (Seoul: Korea Development Institute).

Mercereau, Benoît, 2005, "FDI Flows to Asia: Did the Dragon Crowd Out the Tigers?" IMF Working Paper 05/189 (Washington: International Monetary Fund).



QUAND : du 16 au 18 septembre 2006

OÙ : Pan-Pacific Hotel
Singapour

Pour plus de renseignements, s'adresser à :
Annual Meetings Program of Seminars
IMF — World Bank Group
Washington, DC 20431 (U.S.A.)

Téléphone : [1](202) 473-3394
Télécopie : [1](202) 623-4100
Courriel : seminars@worldbank.org
Internet : www.worldbank.org/pos

L'Asie dans le monde, le monde en Asie

VOUS ÊTES VOUS INSCRIT?

Débats stimulants ————— Définition
d'orientations ————— Incitation à l'action

Tribune mondiale qui réunit des dirigeants influents du secteur privé, des hauts fonctionnaires de 184 pays et d'autres éminents spécialistes du développement et de la finance internationale, le **Programme de séminaires** offre l'occasion de participer à un dialogue constructif et de qualité pour renforcer les réseaux de coopération dans l'économie mondiale.

Principaux thèmes prévus pour 2006

- ❖ Montée de l'Asie : mythes et réalités
- ❖ Marchés de capitaux et secteur financier dans les pays émergents
- ❖ Corruption, gouvernance et croissance
- ❖ Infrastructures pour le XXI^e siècle
- ❖ Importance du climat d'investissement
- ❖ Commerce et investissement
- ❖ Énergie et sécurité
- ❖ Croissance et justice sociale
- ❖ Intégration économique et financière régionale
- ❖ Innovation et technologie