

Asie : enjeux de moyen terme, défis et opportunités

L'Asie est l'un des principaux moteurs de croissance économique de la planète. Toutefois, avec la Chine comme épicerie, les doutes commencent à s'accumuler sur les perspectives pour les prochaines années. Ce *Point de vue économique* cherche à cerner les principaux enjeux de moyen terme et les facteurs influençant le potentiel des économies asiatiques. Nous pouvons conclure que plusieurs opportunités continueront de se manifester pour les investisseurs intéressés à cette région, mais sous condition que les principales économies asiatiques, notamment la Chine, performant adéquatement et réussissent les réformes nécessaires à la poursuite de leur développement.

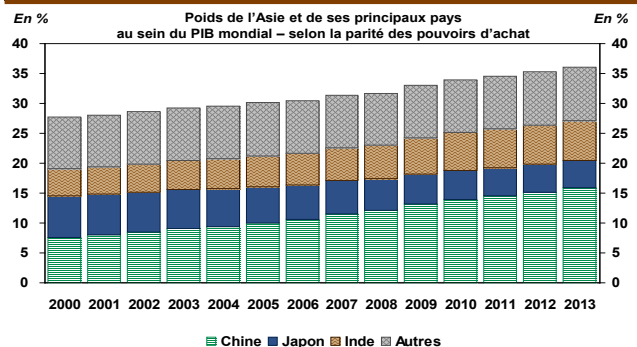
UN CONTINENT, MAIS DES ÉCONOMIES TRÈS DIFFÉRENTES

Peut-être davantage que les autres continents, l'Asie (incluant l'Océanie) affiche un éventail très disparate de types d'économies. Certaines font partie depuis longtemps du club des pays avancés, comme le Japon et, depuis moins longtemps, la Corée du Sud. Avancées elles aussi, l'Australie et la Nouvelle-Zélande sont davantage portées sur l'exportation de matières premières. Au centre du continent et avec un poids énorme, on retrouve la Chine qui offre à la fois des facettes d'une économie moderne et d'une économie en développement. Finalement, autour de ces plus grandes économies, on retrouve des pays avec des niveaux de développement disparates comme le Vietnam, la Thaïlande, Singapour et les Philippines.

La progression des économies asiatiques depuis 15 ans, et surtout de la Chine, fait en sorte que leur poids au sein de l'économie mondiale (selon la parité des pouvoirs d'achat) est de plus en plus grand, passant de 27,7 % au début des années 2000 à 36,1 % en 2013 (graphique 1). Évidemment, les poids lourds que sont la Chine, le Japon et l'Inde sont au centre de l'importance économique de la région, avec l'Indonésie et la Corée pas très loin derrière.

Une bonne partie de cette importance économique provient de l'ampleur de la population asiatique. Le continent est habité par 60,3 % de la population mondiale, soit 4,433 milliards de personnes. Il est toutefois clair que l'économie asiatique est, en moyenne, relativement pauvre. En termes de revenu par habitant, le Japon, la Corée du Sud et l'Australie se situent à des niveaux comparables aux

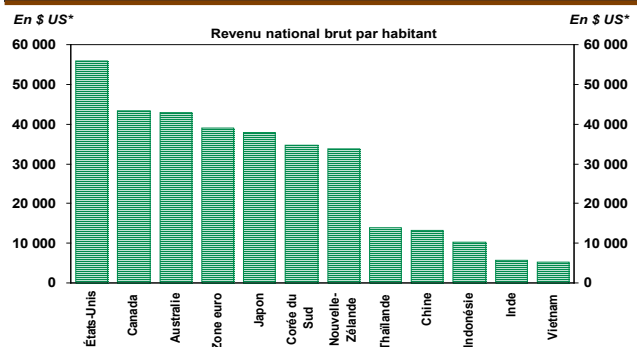
Graphique 1 – L'Asie prend de plus en plus d'importance au sein de l'économie mondiale



Sources : Banque mondiale et Desjardins, Études économiques

États-Unis, au Canada ou aux principaux pays européens. La Chine, l'Inde et les autres pays asiatiques émergents ou en développement se situent bien loin derrière (graphique 2).

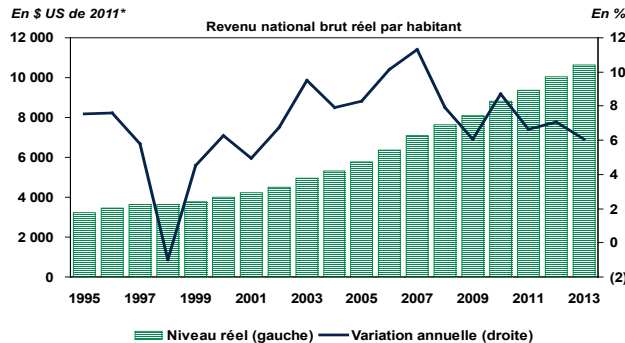
Graphique 2 – Les pays émergents d'Asie se situent loin derrière le peloton en termes de revenu par habitant



* Selon la parité des pouvoirs d'achat.
Sources : Banque mondiale et Desjardins, Études économiques

Toutefois, on remarque une amélioration au fil des années (graphique 3). C'est cette amélioration continue, c'est-à-dire l'enrichissement collectif des pays émergents d'Asie, qui offre l'une des opportunités d'investissement les plus intéressantes à long terme, et ce, à mesure que les demandes intérieures de ces pays à population relativement nombreuse deviennent plus matures.

Graphique 3 – Le revenu par habitant s'est accéléré au cours des années 2000 dans les pays émergents d'Asie



* Selon la parité des pouvoirs d'achat.
Sources : Banque mondiale et Desjardins, Études économiques

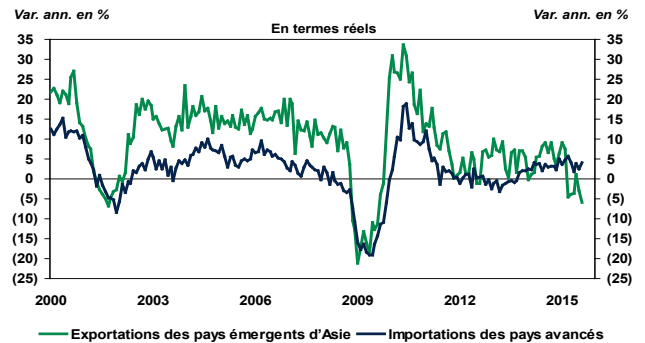
DES ÉCONOMIES DÉPENDANTES DU CONTEXTE INTERNATIONAL

Même si la population asiatique est très importante, l'économie de la région repose tout de même beaucoup sur la vigueur de la demande extérieure. En moyenne, depuis dix ans, les exportations de la Chine représentent 29,3 % de son PIB, ce ratio est de 36,0 % pour l'ensemble des pays émergents de l'Asie de l'Est et du Pacifique. La proportion est généralement moindre pour les pays avancés de la zone (19,8 % en Australie, et 14,9 % au Japon), quoiqu'elle soit très élevée en Corée du Sud (44,3 %). Les exportations des pays émergents du sud de l'Asie affichent une part du PIB plus modeste (19,9 %).

Ainsi, la croissance du PIB mondial, notamment de la demande intérieure des pays avancés, est un facteur essentiel à la progression de la production en Asie, surtout pour les pays émergents ou pour les pays exportateurs de matières premières. Les exportations de la région ont donc bien profité de l'accélération des importations des pays avancés en première moitié des années 2000 (graphique 4).

On remarque que cet élan a considérablement ralenti au cours des dernières années. En fait, la part des exportations sur le PIB a récemment diminué pour la plupart des pays asiatiques. La croissance économique a aussi enregistré une baisse de cadence, mais pas autant que les échanges extérieurs. Le Fonds monétaire international (FMI) y voit le signe d'une diminution de « l'élasticité des revenus

Graphique 4 – La croissance des exportations des pays émergents d'Asie a été rapide au cours des années 2000



Sources : CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis et Desjardins, Études économiques

d'exportation », c'est-à-dire que le rôle joué par les exportations dans la progression du revenu national est en baisse dans les pays d'Asie. Ce phénomène se remarque surtout dans les pays émergents de la zone. Le FMI y voit quelques causes. Premièrement, et à court terme, la faiblesse de la demande chinoise et mondiale. Deuxièmement, et à moyen terme, le rééquilibrage de l'économie chinoise qui passe peu à peu vers une économie axée davantage sur la demande interne de services. Troisièmement, le progrès dans le degré de sophistication de la production chinoise, qui permet de limiter la croissance des importations de certains types de biens.

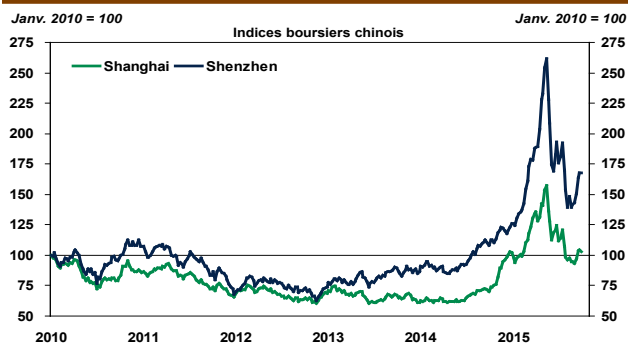
Il demeure néanmoins qu'une croissance économique mondiale qui demeure modeste n'aidera pas les économies asiatiques à s'accélérer. Ainsi, la faiblesse du potentiel de croissance que l'on observe déjà dans plusieurs économies avancées (et dans certaines économies émergentes) constitue un frein à la croissance asiatique. En ce sens, une plus grande diversité dans les échanges internationaux et la disparition de certaines barrières au commerce extérieur, ce que pourrait amener, entre autres, la ratification du Partenariat transpacifique (PTP, ou TPP en anglais), sont une voie intéressante.

UNE CONJONCTURE MOINS FAVORABLE

Vu son poids au sein de la région et même de l'économie mondiale, la Chine a une lourde influence sur l'économie régionale. Quand l'économie chinoise enregistrait de forts taux de croissance de son PIB réel, l'ensemble de la région en récoltait les fruits. L'élan de globalisation qui a caractérisé les années 1990 et 2000 a aussi influencé grandement les aléas de la conjoncture économique asiatique. Toutefois, chaque pays de la région a ses propres particularités et sa propre réaction à la conjoncture. Voici un court portrait de la situation et des principaux défis des plus importantes économies de la région.

Chine (15,9 % du PIB mondial) : La croissance continue de se modérer en Chine. Cette baisse de cadence est surtout causée par la combinaison de plusieurs années de modeste croissance au sein des économies avancées, d'un taux de change qui s'est apprécié face aux partenaires commerciaux (à l'exclusion des États-Unis) et du remodelage de l'économie interne. Le secteur des services et la consommation offrent cependant un certain soutien. De plus, les autorités gouvernementales tentent d'atténuer le ralentissement par certaines mesures, notamment du côté de la politique monétaire. Sans aucun parallèle du côté de l'économie réelle, le marché boursier s'est fortement apprécié au cours de 2014 et au début de 2015 pour ensuite se dégonfler de façon abrupte (graphique 5). Il faut cependant mentionner que les conséquences de ces mouvements brusques sur les économies chinoise et mondiale devraient être marginales. La Chine fait face à plusieurs défis au cours des prochaines années. Sa santé économique de long terme dépend beaucoup de la volonté et du succès du gouvernement à aller de l'avant avec des réformes visant à libéraliser l'économie¹.

Graphique 5 – La Bourse chinoise a récemment connu une période d'euphorie pour ensuite se dégonfler rapidement

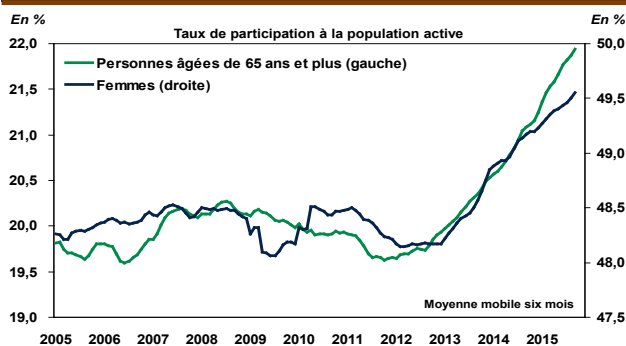


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Japon (4,5 % du PIB mondial) : La situation économique du Japon se caractérise par une progression très faible et plutôt volatile du PIB réel. Selon l'Organisation de coopération et de développements économiques (OCDE), la croissance potentielle nipponne ne s'établit qu'à 0,6 %. Aux prises avec cette faible croissance, une faible inflation et une dette publique parmi les plus élevées de la planète, les solutions se font aussi rares que pressantes. La faiblesse du yen aide cependant à calmer le jeu en appuyant un redressement des exportations nettes, ce qui aide à la croissance à court terme. De plus, certaines réformes structurantes du

gouvernement commencent à porter des fruits, notamment du côté de la participation plus active des personnes âgées et des femmes au marché du travail, ce qui permet de combler les lacunes démographiques (graphique 6). De plus, le Japon continue de bien se positionner du côté de la productivité et de l'innovation.

Graphique 6 – Certaines réformes commencent à porter des fruits au Japon



Sources : Ministry of Internal Affairs and Communications et Desjardins, Études économiques

Inde (6,7 % du PIB mondial) : Alors que la plupart des pays émergents, en premier lieu la Chine, connaissent une baisse de cadence de leur économie, celle de l'Inde s'accélère. L'arrivée d'un nouveau gouvernement en 2014 a énergisé l'économie indienne. Cette amélioration passe surtout par une accélération de l'investissement, aidée par les réformes du gouvernement. La poursuite de l'implantation de celles-ci est l'enjeu principal pour l'économie indienne. Il y a encore de nombreuses contraintes afin d'arriver à une pleine utilisation des ressources indiennes, notamment un déficit important d'infrastructures, mais à mesure que l'économie continuera à se libéraliser, le potentiel de croissance pourrait s'accroître.

Indonésie (2,3 % du PIB mondial) : La croissance demeure relativement forte en Indonésie, mais elle a néanmoins ralenti surtout sous l'effet de la faiblesse de l'économie chinoise et de la diminution des cours des matières. Des facteurs internes contribuent également à cette baisse de cadence, comme une progression moins rapide des investissements publics. La conjoncture indonésienne continuera de dépendre largement de celle de la Chine, mais, à plus long terme, ce pays pourrait profiter de ses ressources naturelles abondantes (pétrole, gaz naturel ainsi que plusieurs minéraux et denrées agricoles). L'économie de l'Indonésie pourrait éventuellement profiter d'investissement visant à ajouter une plus-value locale par la transformation de ses matières premières. L'Indonésie a aussi une main-d'œuvre abondante avec la population la plus nombreuse de la planète après la Chine, l'Inde et les États-Unis.

¹ Pour plus d'information sur la situation de la Chine et les réformes, voir notre *Point de vue économique* intitulé « L'avenir incertain de l'économie chinoise », publié le 2 novembre 2015, www.desjardins.com/ressources/pdf/pv151102-f.pdf?resVer=1446481224000.

Corée du Sud (1,6 % du PIB mondial) : La croissance du PIB réel sud-coréen a ralenti en 2015, surtout sous l'effet d'une progression moins élevée des exportations. L'économie coréenne effectue elle aussi un virage vers une croissance axée davantage sur la demande intérieure. Mais celle-ci est présentement fragilisée par une faible confiance des ménages et des entreprises. Au cours de la dernière décennie, l'économie coréenne s'est libéralisée avec un marché du travail plus flexible, une croissance des investissements moins dépendante des grands conglomérats industriels et un rôle plus important pour l'industrie des services. La productivité demeure élevée en Corée du Sud.

Australie et Nouvelle-Zélande (1,2 % du PIB mondial) : Ces économies sont également affectées par le ralentissement chinois et par la diminution des cours des matières premières. L'économie australienne est de plus freinée par un endettement des ménages important qui est cependant contrebalancé par un taux d'épargne relativement élevé. Les potentiels de croissance de l'Australie et de la Nouvelle-Zélande sont appréciables, respectivement à 2,6 % et 2,9 %, soit plus hauts que la moyenne de l'OCDE qui se situe à 1,9 %. De plus, leurs finances publiques sont plutôt saines et offrent une certaine marge de manœuvre. L'accessibilité à des travailleurs qualifiés demeure une contrainte pour ces économies.

Autres pays : La plupart des autres économies émergentes d'Asie offrent un portrait similaire, c'est-à-dire qu'elles sont aussi lourdement affectées par une demande mondiale faible et, surtout, par le ralentissement de l'économie chinoise. Ils subissent aussi les contrecoups d'une certaine méfiance envers les économies émergentes en général qui a mené à des sorties de capitaux et, par ricochet, à une volatilité exacerbée sur les marchés financiers. Conséquemment, les conditions financières se sont généralement resserrées, limitant la vitalité des demandes intérieures.

ENJEUX DÉMOGRAPHIQUES

Plusieurs régions du monde connaissent actuellement un fort ralentissement de la croissance démographique ce qui affecte leur croissance potentielle. C'est notamment le cas dans plusieurs pays d'Europe. L'Asie n'est pas complètement à l'abri de ce phénomène, mais au sein de la région, les divergences sont grandes.

Ainsi, pour l'ensemble de l'Asie de l'Est, la population augmentait d'un peu plus de 15 % sur dix ans entre 1975 et 1985 et entre 1985 et 1995. Cette progression a nettement ralenti par la suite avec un gain de 6,1 % entre 1995 et 2005 et de 4,9 % entre 2005 et 2015. Cela reflète surtout la situation observée en Chine, notamment à cause de la politique de « l'enfant unique ». Ainsi, la croissance

par décennie atteignait plus de 16 % en Chine entre 1975 et 1995. Elle n'est que de 5,4 % maintenant. Il est prévu, selon les prévisions moyennes effectuées par l'Organisation des Nations unies (ONU), que le gain ne sera que de 2,8 % d'ici 2025². D'autres pays ont aussi une part de responsabilité dans la plus faible croissance des pays d'Asie, notamment le Japon qui a connu une décroissance de 0,3 % de sa population au cours des dix dernières années et qui devrait se contracter davantage, soit de 2,9 % au cours de la prochaine décennie. En Corée du Sud, la situation ressemble beaucoup à celle de la Chine (passage de 16 % de croissance sur dix ans à moins de 6 %), mais la croissance prochaine ralentira un peu moins avec une hausse de 3,4 % d'ici 2025.

D'autres pays importants d'Asie garderont un rythme rapide de croissance démographique, bien que les taux soient moins vifs qu'il y a 20 ans. Ainsi, l'Inde a connu une progression de 14,6 % de sa population depuis 2005 et un gain de 11,5 % est prévu pour la prochaine décennie. En Indonésie, le gain des dix dernières années est de 13,8 % et une hausse de 10,5 % est anticipée d'ici 2025.

En Australie et en Nouvelle-Zélande, les taux de croissance de la population sont et resteront relativement stables, autour de 12 % sur dix ans.

On remarque ainsi que les effets démographiques seront très différents d'un pays à l'autre. Les opportunités s'appuyant sur une offre grandissante de la main-d'œuvre seront plus évidentes en Inde et en Indonésie. Mais aussi aux Philippines (+15,3 % d'ici 2025), en Malaisie (+13,2 %), à Singapour (+11,2 %) et au Vietnam (+9,3 %). Les effets bénéfiques sur la croissance dépendent toutefois du degré de participation de cette population à l'activité économique, notamment dans les secteurs plus industriels et, plus tard, plus sophistiqués. Par exemple, en Chine, la migration interne des régions rurales pauvres vers les villes côtières plus industrielles a contrebalancé l'effet d'une croissance plus faible de la population totale. Il reste que le contraste avec les pays avancés est important. Dans les dix prochaines années, on attend une croissance démographique de seulement 0,8 % en zone euro, de 7,2 % aux États-Unis et de 8,7 % au Canada.

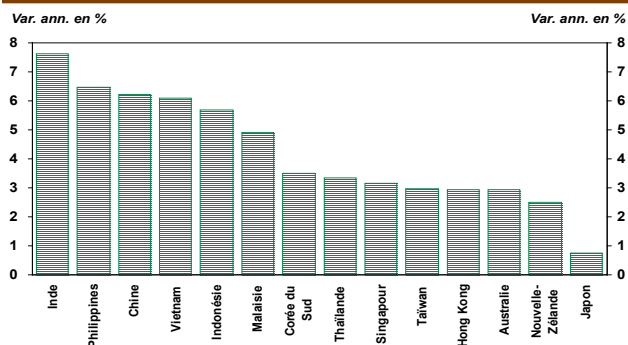
POTENTIEL, FORCES ET FAIBLESSES

Les principales sources de prévisions portant sur la croissance potentielle des économies se concentrent généralement sur les pays avancés et sur les principaux pays émergents. Pour la Chine, l'OCDE table sur un potentiel de 7,0 % en Chine en 2016, comparativement à 10,2 % entre 2000

² Ces prévisions ont été effectuées avant que les autorités chinoises annoncent en octobre 2015 la fin de la politique de l'enfant unique.

et 2009. Toutefois, sans être une mesure exacte du potentiel de croissance du PIB réel, les prévisions de long terme du FMI procurent un deuxième avis (graphique 7). Dans le cas de la Chine, il table sur une croissance moyenne de 6,2 % de l'an prochain à 2020. Il est donc clair que l'économie chinoise demeurera relativement faible par rapport à ce qu'elle nous avait habitués. D'ailleurs, même pour arriver à atteindre ce potentiel ou à ne pas lui nuire, il faudra que les autorités parviennent à mettre en place les réformes nécessaires et à libéraliser davantage la croissance. Il est aussi important de valoriser sa main-d'œuvre afin de compenser la croissance plus faible de sa population totale. La Chine se retrouve au milieu du peloton asiatique sur une échelle de l'indice du capital humain compilé par le Forum économique mondial et au 64^e rang mondial. Sur l'indice de compétitivité compilé par le même organisme, la Chine se positionne mieux, soit au 28^e rang mondial, mais ce score est grandement aidé par l'ampleur de son marché interne alors qu'elle performe beaucoup moins bien au niveau de l'utilisation des technologies, du développement des marchés financiers, de la formation de sa main-d'œuvre et de l'efficacité générale des marchés. Il reste donc du travail à faire pour s'assurer que l'économie chinoise et sa demande intérieure continuent leur route vers une plus grande maturité.

Graphique 7 – Moyenne des prévisions du Fonds monétaire international pour la croissance du PIB réel entre 2016 et 2020



Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

Pour l'Inde, le potentiel estimé par l'OCDE se situe à 7,1 % pour 2016. Par contre, les prévisions de long terme sont plus élevées, à 7,6 % en moyenne pour les prochains cinq ans. L'économie indienne devrait profiter à la fois d'une croissance rapide de sa population et d'une productivité accrue par une nouvelle vague d'investissement et une libéralisation de son économie. Toutefois, en matière de compétitivité, l'Inde ne se situe qu'au 71^e rang mondial, subissant la faible qualité et le manque des infrastructures, de l'environnement macroéconomique, de la santé et de l'éducation de base. L'efficacité des marchés et la faible utilisation des technologies sont aussi déficientes. Pour que l'Inde demeure

intéressante pour les opportunités d'affaires, il ne faut surtout pas que le train des réformes ralentisse.

Comme signalé plus haut, le Japon connaît déjà depuis un bon moment des problèmes démographiques qui devraient s'exacerber dans les prochaines années. Cela se reflète dans un potentiel anémique de 0,6 % pour 2016 et la croissance de moyen terme prévue par le FMI n'est guère mieux à 0,7 %. Cette économie est toutefois sauvée par une bonne productivité du travail et une bonne compétitivité. Le Japon se situe au 5^e rang au sein de l'indice de capital humain, devancé seulement par la Finlande, la Norvège, la Suisse et le Canada. Et il se situe au 6^e rang dans l'indice de compétitivité.

Le potentiel de croissance de l'Indonésie comme estimé par l'OCDE se situe à 5,8 %, relativement stable depuis le début de la décennie, et le FMI prévoit une croissance de 5,7 % d'ici 2020. L'Indonésie se situe au 34^e rang en termes de compétitivité, freinée par un manque d'efficacité de son marché du travail (110^e rang).

Le FMI prévoit une croissance de moyen terme de 3,5 % en Corée du Sud, ce qui demeure un peu plus élevé que ce qui était récemment enregistré. La Corée se situe au 26^e rang de l'indice de compétitivité avec une certaine force du côté de la qualité des infrastructures ainsi que de l'environnement macroéconomique et une faiblesse du côté du développement de son marché financier.

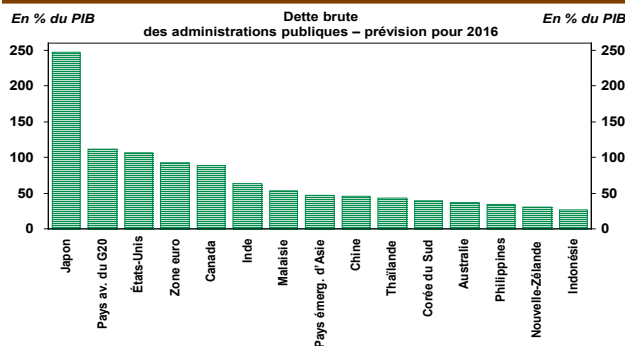
La croissance du PIB potentiel de l'Australie devrait atteindre 2,6 % selon l'OCDE en 2016, tandis que celle de la Nouvelle-Zélande est de 2,9 %. Pour les prochaines années, le FMI s'attend à une croissance un peu plus forte du côté de l'Australie et un peu plus faible pour la Nouvelle-Zélande. Cette dernière se situe au 17^e rang de l'indice de compétitivité grâce à la qualité de ses institutions, de la santé et l'éducation de base et du développement de ses marchés financiers. Sa principale, voire seule contrainte est la petitesse de son marché! Sur l'indice de capital humain, la Nouvelle-Zélande est 9^e. Du côté de l'Australie, la situation est aussi enviable avec un 22^e rang sur l'indice de compétitivité, grâce notamment à ses marchés financiers (6^e). Il y a cependant une faiblesse relative du côté de l'efficacité du marché du travail (56^e), et ce, malgré un bon score dans l'indice de capital humain (13^e).

D'autres pays asiatiques se démarquent bien dans l'indice de compétitivité, notamment Hong Kong avec une 7^e place et la palme pour les infrastructures et l'efficacité des marchés financiers. Taiwan se retrouve en 14^e place, la Malaisie en 20^e place et la Thaïlande en 31^e position.

PROBLÈMES D'ENDETTEMENT?

Au lendemain de la crise de 2008-2009, l'attention était beaucoup tournée vers les conséquences de cette crise sur les finances publiques des pays avancés, notamment aux États-Unis et en Europe. La question s'est moins posée du côté de l'Asie, sinon au Japon qui reste le pays développé avec la plus grande dette en proportion du PIB. Généralement, les pays asiatiques ont su conserver un meilleur dossier du côté des finances publiques. En moyenne, le déficit en pourcentage du PIB atteignait un sommet de 9,6 % en 2009 pour les pays avancés membres du G20 (par rapport à 1,9 % deux ans auparavant). Pour les pays asiatiques émergents, cette proportion se situait à 3,4 % en 2009 et 1,1 % en 2007. Rien de trop aggravant. Il faut toutefois remarquer que la situation des pays avancés semble s'améliorer avec un déficit moyen de 2,9 % prévu par le FMI pour 2016. Elle semble toutefois se détériorer pour les pays émergents d'Asie : de 1,2 % en 2011, le déficit moyen passerait à 3,0 % en 2016. La cause de cette dégradation provient de la Chine où les finances publiques sont passées d'un surplus en 2011 à un déficit de 1,9 % cette année et de 2,3 % l'an prochain. La dette publique brute chinoise (prévision de 46,0 % du PIB en 2016) devrait tout de même demeurer sous la moyenne de celle des pays émergents d'Asie (47,5 % en 2016). Dans ce cas, c'est plutôt l'Inde qui a une situation plus inquiétante (63,9 % du PIB en 2016). Mais cela reste appréciable par rapport à la situation des pays avancés du G20 (111,9 %), incluant le Japon où le ratio devrait atteindre un énorme 247,8 % du PIB en 2016 (graphique 8).

Graphique 8 – Le Japon a, de loin, la plus grosse dette publique

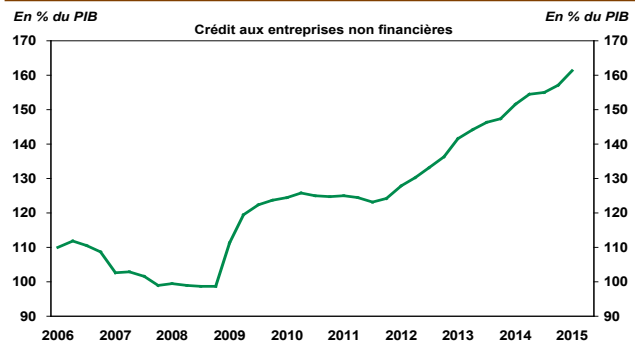


Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

Au sujet des pays émergents, c'est davantage la dette privée que publique qui inquiète. Comme ces pays sont encore généralement dépendants des investissements étrangers, la croissance peut être facilement fragilisée par un resserrement des conditions financières engendré par une disposition moins grande au risque de la part des investisseurs

internationaux. L'endettement du secteur privé s'est beaucoup détérioré au cours des années 2000, parallèlement à la croissance accélérée qu'ont connue la plupart des pays émergents pendant cette période. Ainsi, pour l'ensemble des économies émergentes, le ratio de la dette des entreprises en pourcentage du PIB est passé d'un peu moins de 50 % en 2003 à plus de 60 % à partir de 2009. Il s'est toutefois à nouveau accéléré à partir de 2012, alors que certaines des principales économies émergentes ont ralenti. Le ratio moyen atteignait environ 75 % en 2014. Cette tendance n'a pas épargné les pays d'Asie, au contraire. Parmi les pays émergents, c'est la Chine qui marque l'une des pires détériorations. L'endettement des entreprises chinoises est passé de 98,7 % à l'automne 2008 à 161,3 % au début de 2015 (graphique 9). La Malaisie affiche aussi un niveau élevé d'endettement des entreprises (188,2 % au début de 2015). Toutefois, la situation est généralement moins dramatique dans les autres principaux pays d'Asie incluant la Corée du Sud (106,0 %), le Japon (103,6 %), Singapour (81,3 %), l'Australie (79,6 %), la Thaïlande (51,2 %), l'Inde (50,7 %) et l'Indonésie (22,5 %).

Graphique 9 – La dette des entreprises chinoises s'est gonflée au cours des dernières années



Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

En termes d'endettement étranger et de position financière nette, la situation des principales économies émergentes d'Asie est plus saine qu'elle ne l'était avant la crise asiatique du milieu des années 1990. Plusieurs pays disposent d'ailleurs d'importantes réserves de devises permettant d'amortir les contrecoups. Il demeure néanmoins que la croissance des pays de la région, qui affichent un endettement élevé des entreprises, pourrait être fragilisée par un resserrement des conditions financières. Un relèvement des taux d'intérêt corporatifs ou l'élargissement des écarts entre les taux obligataires nationaux et ceux des pays avancés comme les États-Unis pourraient entraîner des difficultés supplémentaires à l'économie en limitant les profits des entreprises et en freinant l'investissement.

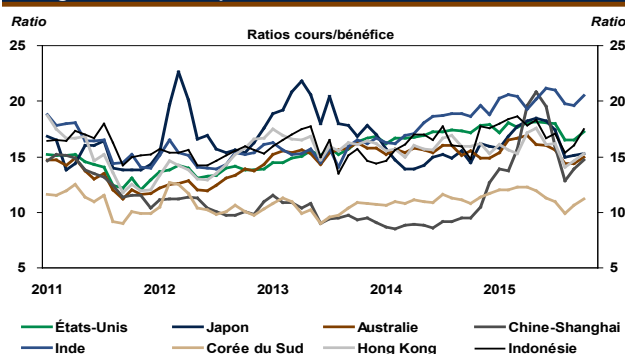
UN MARCHÉ BOURSIER MINÉ PAR L'IMMATURITÉ CHINOISE

La Bourse a été particulièrement volatile en Asie au cours de la dernière année. Cette situation est surtout due au marché chinois qui en un an est parvenu à gonfler une bulle boursière puis à la voir éclater. Bien que le marché boursier chinois soit relativement modeste en termes de capitalisation, notamment en comparaison du marché japonais qui est près de 2,5 fois plus important, ses brusques mouvements ont secoué l'ensemble des marchés de la planète, incluant évidemment ceux d'Asie.

Il faut souligner que les principales places asiatiques ont connu quelques bonnes croissances au cours des dernières années. L'indice MSCI Asie-Pacifique a progressé de 13,0 % en 2012 et de 8,4 % en 2013. Il a toutefois reculé de 1,6 % en 2014, sous l'effet d'un repli de la Bourse sud-coréenne (-7,1 % selon le MSCI). Sur une tendance plus longue, l'indice asiatique a enregistré un rendement annuel composé de 4,6 % depuis 2004. Si l'on exclut le Japon, ce gain annuel augmente à 7,2 %, ce qui est légèrement supérieur au gain de 6,2 % enregistré aux États-Unis et bien au-dessus du faible taux de 2,8 % obtenu en Europe. Il reste que pour une région aux prises avec une volatilité plutôt grande, issue d'un marché boursier encore bien immature dans plusieurs pays, ce n'est pas un rendement très prodigieux.

En termes de valorisation, les ratios cours/bénéfice sont généralement un peu en deçà de ce que l'on retrouve pour les autres principales places boursières de la planète (graphique 10). Pour l'Asie-Pacifique, le ratio se mesurait à la fin octobre à 13,8, ce qui est cependant bien en deçà de la moyenne de 18,7 obtenue depuis 2001. Si l'on exclut le Japon, le ratio tombe légèrement à 12,9 (par rapport à une moyenne de 14,2). Aux États-Unis, le ratio cours/bénéfice se situait récemment à 17,3 et celui de la Bourse eurolandaise à 16,9. Ainsi, par rapport aux profits des entreprises, il ne semble pas que la Bourse asiatique soit vraiment surévaluée, et ce, à la fois d'un point de vue relatif ou historique.

Graphique 10 – Les ratios cours/bénéfice asiatiques se situent généralement un peu en dessous de celui des États-Unis



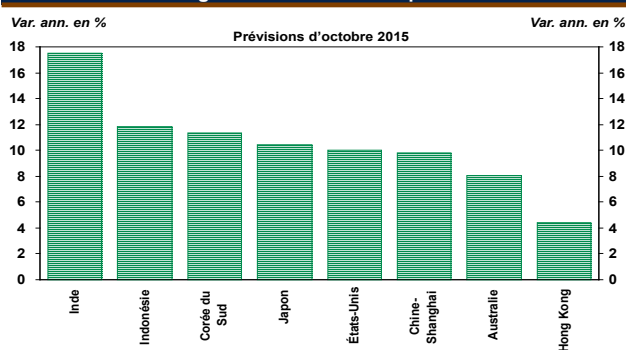
Sources : Datastream, I/B/E/S et Desjardins, Études économiques

Il y a cependant de grandes divergences entre les principaux pays de la région et même au sein de ceux-ci. En Chine, la Bourse de Shanghai, l'une des plus regardées, affichait un ratio cours/bénéfice de 14,7 à la fin octobre (il s'approchait de 21,0 au printemps), mais la Bourse de Shenzhen montrait un ratio de 37,2 (après avoir dépassé 50 au printemps). Cela décrit bien la volatilité et l'immaturation du marché boursier chinois. D'autant plus que la Bourse chinoise est même utilisée comme instrument de politique économique par les autorités politiques comme le prouvent les différentes mesures annoncées cet été. Le gouvernement tentait alors de relancer le marché avec certaines mesures comme des achats de titres par les entreprises d'État ou comme des restrictions de transactions.

Au Japon, les indices cours/bénéfice étaient plutôt faibles aux alentours de 15,5, alors que la moyenne historique s'élevait à un peu plus de 20,0. De son côté, la Bourse indienne se montre un peu chère. Le ratio cours/bénéfice de l'indice MSCI affichait 20,5, par rapport à une moyenne historique de 17,0. Les indices néozélandais et indonésien se situaient également au-dessus de leur moyenne de long terme. C'est la Corée du Sud qui affichait le plus bas ratio cours/bénéfice parmi les principales économies de la région. L'indice MSCI sud-coréen affichait un ratio de seulement 11,2. La moyenne depuis 2001 est aussi particulièrement faible à 10,9. Selon la tendance historique, le marché est donc pratiquement à l'équilibre.

L'évolution future de ces Bourses et du marché asiatique en général dépendra beaucoup de la situation économique et de la performance des entreprises. Selon les analystes sondés par la firme I/B/E/S (Institutional Brokers' Estimate System), la croissance annuelle moyenne à long terme des bénéfices par action sera pratiquement similaire en Asie-Pacifique (+9,9 %) et aux États-Unis (10,0 %) et sera légèrement moindre qu'en Europe (11,6 %) (graphique 11). Les taux de croissance sont cependant un peu plus élevés en Corée (11,4 %), au Japon (10,5 %) et surtout en Inde

Graphique 11 – Prévisions de croissance annuelle moyenne de long terme des bénéfices par action



Sources : Datastream, I/B/E/S et Desjardins, Études économiques

(17,5 %). Ces prévisions sont aussi demeurées relativement stables depuis le début de l'année. On remarque toutefois une tendance à la baisse des prévisions pour les profits par action en Chine. Un gain annuel moyen à long terme de 15,8 % était prévu au printemps au sommet de la bulle, ce taux de croissance est passé à moins de 10 % depuis (l'un des plus faibles enregistrés depuis 2004).

Comme les autres Bourses de la planète, le marché asiatique pourrait continuer de profiter de taux d'intérêt très bas. La faiblesse des taux dans les pays avancés, l'absence pratiquement mondiale de pressions inflationnistes et la guerre des devises que semblent se faire plusieurs pays suggèrent que les taux d'intérêt demeureront généralement bas dans la région. De plus, alors que la croissance mondiale devrait progresser un peu plus rapidement au cours des prochaines années, il est attendu que l'économie chinoise continuera en douceur son ralentissement. Les autorités monétaires chinoises devraient garder les conditions très souples afin de faciliter ce virage économique.

Un autre facteur sera important pour la Bourse des pays aux marchés financiers plus immatures comme la Chine. La volatilité de la dernière année met en lumière le côté *Far West* du marché boursier chinois. À long terme, il serait profitable à la Bourse chinoise de pouvoir compter sur un marché plus indépendant et plus ouvert aux investisseurs locaux et internationaux. Par la grosseur de son économie et l'importance des compagnies chinoises dans le monde, le marché chinois a tout à gagner à devenir plus mature. Il y a quelques années, la firme PricewaterhouseCoopers publiait un sondage indiquant que près de 80 % des répondants estimaient que la Chine serait le lieu de la plupart des nouvelles émissions d'actions en 2025 (l'Inde arrivait en 2^e position). L'extrême volatilité du marché chinois et la fragilité récente des marchés émergents suggèrent que l'engouement d'alors pourrait maintenant avoir du plomb dans l'aile.

Le marché des actions émergentes, incluant l'Asie, n'a plus le même attrait. Le rôle de locomotive de l'économie mondiale que jouaient ces économies, notamment la Chine, se dissipe pour diverses raisons et il est normal que les investisseurs soient maintenant moins confiants envers les perspectives de croissance boursière. Plusieurs opportunités demeurent en place ou apparaîtront au cours des prochaines années, mais la croissance plus faible de l'économie asiatique et la normalisation de l'économie chinoise n'offriront plus le même soutien et ne permettront plus aux marchés asiatiques émergents de se distancier beaucoup des autres marchés de la planète. Il faudra alors rechercher certains secteurs plus performants où le développement avance plus rapidement (notamment le secteur des technologies en

Chine) plutôt que de compter sur le simple mouvement des vagues macroéconomiques.

CONCLUSION : RÉUSSIR LE VIRAGE

À moyen et long terme, l'économie et les marchés asiatiques demeureront attrayants pour les investisseurs. Leur importance au sein de l'économie mondiale et les perspectives qu'offre le développement continu des pays émergents, notamment la Chine et l'Inde, en font des incontournables. Le succès de l'Asie reposera cependant sur la bonne marche des réformes qui sont nécessaires dans plusieurs pays. La Chine a déjà mis la main à la pâte. Les réformes risquent à court terme de contribuer au ralentissement de la croissance du PIB réel, mais l'avènement d'une demande intérieure plus robuste et de marchés financiers plus matures est une condition essentielle à une croissance de long terme plus saine et plus soutenue. Une réussite amènerait inévitablement une embellie des perspectives de rendements. En Inde, les réformes en sont à leurs premiers balbutiements et les défis restent énormes, mais la croissance est déjà plus intéressante. Même au Japon, les efforts doivent se poursuivre et la croissance se doit de reposer sur des solutions plus solides qu'un yen faible et une politique monétaire expansionniste.

Pour l'ensemble de la région, la mise en place éventuelle du PTP est très positive et offre d'attrayantes opportunités. La libération encore plus grande des échanges pourrait redonner un second souffle à une globalisation qui semble stagner. L'Asie est d'ailleurs la région qui a le plus profité de la marée montante du commerce international. Certaines des plus petites économies de la région comme le Vietnam pourraient largement profiter du PTP. Il est attendu que certaines entreprises chinoises localiseraient une partie de leur production dans les pays qui ont conclu l'accord (au détriment de la Chine qui n'en fait pas partie).

Pour assurer une bonne contribution des économies asiatiques à l'économie mondiale et un rendement intéressant aux investisseurs, il faut cependant que l'ensemble de la région continue de progresser en termes de productivité et de compétitivité tout en poursuivant le développement de son marché intérieur.

Francis Généreux
Économiste principal