



Conseil économique et social

Distr. : Générale
5 octobre 2011

Français
Original : Anglais

Commission économique et sociale pour l'Asie et le Pacifique

Comité des politiques macroéconomiques, de la réduction de la pauvreté et du développement inclusif

Deuxième session

Bangkok, 7-9 décembre 2011

Point 4 de l'ordre du jour provisoire

Problèmes à résoudre pour soutenir le dynamisme des économies d'Asie et du Pacifique

Problèmes à résoudre pour soutenir le dynamisme des économies d'Asie et du Pacifique : perspectives de croissance, prochaines turbulences et orientations pour un développement inclusif et durable

Note du secrétariat

Résumé

La région Asie-Pacifique doit décider comment réagir au problème d'une profonde détérioration de l'environnement mondial. Comme la CESAP l'avait prévu, les économies développées dans le monde restent engluées dans la crise économique qui s'est ouverte en 2008. Au stade actuel, les conséquences pour les pays de l'Asie et du Pacifique s'exerceront sur les marchés financiers par l'intermédiaire des sorties de capitaux provoquées par la fuite devant les risques et, plus fondamentalement, sur la croissance à cause du fléchissement de la demande d'exportations.

Beaucoup d'économies de la région restent aussi aux prises avec le problème de l'inflation, largement sous l'influence de facteurs tels que les prix mondiaux des produits alimentaires et des produits pétroliers et les entrées de capitaux étrangers tonifiées par la liquidité mondiale. Pour de nombreux pays de la région, le problème est aujourd'hui de préserver la stabilité des prix malgré la dégradation de l'environnement économique mondial.

Les autorités dans la région doivent surveiller de près l'évolution des répercussions créées par les difficultés du monde développé. Une crise mondiale du crédit rejallirait inévitablement sur les marchés financiers de la région comme déjà en 2008. Il est admis de plus en plus généralement qu'il faut renforcer les contrôles des capitaux pour parer à ces risques. Néanmoins, la région se trouve dans une situation relativement favorable grâce à ses fondamentaux macroéconomiques solides qui autorisent l'application de mesures de stimulation dans le court terme. Le problème dans le moyen terme est, pour elle, de continuer à rééquilibrer la croissance par des politiques inclusives qui encouragent la demande, intérieure et régionale.

Les membres du Comité voudront peut-être avoir un échange de vues sur les expériences de leur pays respectif et le Comité est invité à examiner les problèmes analysés dans le présent document et à donner des orientations au sujet de l'action régionale à poursuivre pour le développement inclusif et durable.

* Le présent document est soumis tardivement parce que les données nationales pertinentes n'étaient pas disponibles à la date fixée.

Table des matières

	Page
I. Perspectives et prochaines turbulences pour l'Asie et le Pacifique	3
A. S'acclimater à l'environnement mondial dérégulé	3
B. Deuxième phase de la crise dans les économies développées	5
C. Les pays d'Asie et du Pacifique sont exposés diversement au ralentissement dans le monde développé	7
D. La pression inflationniste externe se maintient.....	11
E. L'instabilité des marchés financiers s'amplifie.....	15
II. Problèmes et choix de politique générale	19
A. L'équilibrage entre la croissance et l'inflation.....	19
B. La maîtrise des mouvements de capitaux	23
C. Le rééquilibrage en présence des pressions externes	24
 Tableaux.	
Équilibre budgétaire pour certaines économies en développement d'Asie et du Pacifique	20
 Figures.	
1. Croissance du produit intérieur brut réel par trimestre, d'une année sur l'autre, pour les principales économies développées, 2008 à 2011.....	5
2. Croissance du produit intérieur brut réel, d'une année sur l'autre, dans certaines économies en développement de la région de la CESAP, 2008-2011	8
3. Croissance des exportations d'une année sur l'autre pour certaines économies en développement de la région de la CESAP, 2008-2011	9
4. Inflation des prix à la consommation d'une année sur l'autre dans certaines économies en développement de la région de la CESAP, 2008-2011	13
5. Prix du pétrole, indice des prix alimentaires de la FAO et prix de certains produits alimentaires (indice 1998-2000 = 100), 2007-2011.....	13
6. Taux directeurs dans les principales économies asiatiques en développement, de 2008 à la fin d'août 2011	14
7. Comportement du marché des actions dans les principales économies asiatiques en développement, 2009 à août 2011	16
8. Variations des taux de change dans les principales économies en développement, 2009 à 2011.....	17
9. Étalon de la vulnérabilité en pourcentage des réserves en devises dans certaines économies en développement, données disponibles les plus récentes.....	19
10. Endettement public brut en pourcentage du PIB dans certaines économies en développement d'Asie et du Pacifique, 2010.....	21

I. Perspectives et prochaines turbulences pour l'Asie et le Pacifique

A. S'acclimater à l'environnement mondial dérégulé

1. La région Asie-Pacifique doit trouver les moyens de s'acclimater à la profonde dégradation de l'environnement mondial. Comme la CESAP l'avait prévu,¹ les économies développées dans le monde restent engluées dans la crise économique ouverte en 2008. Après avoir bien résisté dans les premiers mois de la crise à la fin de l'année 2008, tant que les difficultés ont touché principalement le secteur financier, la région a été bousculée ensuite par la contagion qui a gagné l'économie réelle et par la vive contraction de la demande qui s'est ensuivie dans les économies développées en 2009. À partir de 2010, la région a fait preuve d'une vigueur remarquable grâce à la reprise des exportations à la suite d'un redressement de la demande dans les économies développées sous l'effet des mesures de stimulation budgétaire et aussi grâce à la croissance du commerce intrarégional et à une demande intérieure toujours robuste dans plusieurs économies d'Asie et du Pacifique. Il semble toutefois aujourd'hui que la région doive vraisemblablement affronter une situation mondiale plus difficile dans les mois à venir.

2. En dépit des moments d'optimisme prématuré du début de l'année 2011, il est devenu de plus en plus évident que la reprise des économies développées est en panne. La crise est donc entrée dans une seconde phase où les États-Unis d'Amérique et les économies avancées d'Europe doivent régler leurs problèmes d'endettement public dans une ambiance de croissance asthénique, à la différence de ce qui s'est produit dans la phase initiale de la crise déclenchée par le secteur financier. La langueur de la croissance aggrave même la probabilité d'une récession à rechute dans certaines économies, avec des répercussions négatives pour la région de l'Asie et du Pacifique. Les contrecoups, à ce stade de la crise, se porteront sur les marchés financiers à cause d'une fuite massive devant les risques et d'une hausse des primes de risque susceptible de contaminer l'économie réelle où elle se manifesterait par un renchérissement du coût des capitaux pour les entreprises à plus haut risque. Plus fondamentalement, le ralentissement de la croissance dans les économies développées touchera directement l'Asie et le Pacifique par la contraction de la demande de leurs exportations dans le monde développé.

3. Beaucoup d'économies de la région restent aussi aux prises avec le problème de l'inflation. La persistance de l'inflation dans ces pays provient en grande partie de facteurs mondiaux, particulièrement des prix mondiaux des produits alimentaires et des produits pétroliers et des entrées de capitaux étrangers. Au surplus, dans certains pays où une forte part de l'activité économique répond à la demande intérieure, la pression inflationniste a été amplifiée par des facteurs locaux. Pour maîtriser l'effet de ces facteurs sur l'inflation de base, les autorités ont durci sensiblement la politique monétaire durant l'année 2011. Ce durcissement, ajouté à un déclin relatif des prix mondiaux des produits de base provoqué par le ralentissement de la croissance mondiale, a modéré le rythme de l'inflation dans plus d'un cas. Néanmoins, comme le niveau de l'inflation reste relativement élevé, les pays se trouvent

¹ CESAP, 2011, *Economic and Social Survey of Asia and the Pacific 2011* (Publication des Nations Unies, numéro de vente E.11.II.F.2).

devant la nécessité de maintenir la stabilité des prix malgré le fléchissement de la croissance résultant d'un environnement mondial qui se dégrade.

4. Les mesures qu'adopteront probablement les économies développées pour soutenir la croissance compliqueront encore la situation pour la région. Étant donné le peu de marge dont disposent les autorités des économies développées pour pousser plus loin la stimulation budgétaire, à cause de la division des opinions aux États-Unis et de la crise de l'endettement souverain dans la zone euro, il faut s'attendre à ce que ces autorités s'en tiennent à une politique monétaire accommodante comme principal instrument de stimulation. Aux États-Unis, une troisième opération d'assouplissement quantitatif n'est pas exclue à un certain moment, tandis que dans la zone euro, les bas taux d'intérêt se maintiendront probablement aussi longtemps que les pressions inflationnistes resteront contenues. Une injection de liquidités supplémentaires sur les marchés financiers et le différentiel de taux d'intérêt avec la région Asie-Pacifique continueront de rendre les marchés des actifs et les monnaies de la région attrayants pour les investisseurs étrangers. La région restera, de ce fait, exposée au risque de la formation de bulles sur les marchés des actifs, d'une appréciation des taux de change et d'une montée des pressions inflationnistes. D'un autre côté, les marchés des actifs et les taux de change sont déstabilisés actuellement par les sorties massives de capitaux provoquées par la fuite générale devant les risques à cause des incertitudes quant à la stabilité financière mondiale. De semblables retournements sont à craindre dans l'avenir en cas d'événements économiques mondiaux imprévus. L'un de ces événements pourrait être la cessation de paiement de la dette souveraine de la part d'économies de la zone euro : il pourrait engendrer la peur de lourdes pertes pour les banques des économies développées, ces pertes déclenchant à leur tour un tarissement du crédit, une fuite vers les valeurs refuges et le rapatriement des fonds à partir des marchés de l'Asie et du Pacifique. Outre les entrées de capitaux, les causes de pressions inflationnistes dans la région peuvent venir du renchérissement des prix des produits de base que semble provoquer l'injection de liquidités mondiales. Les fortes hausses des prix des produits alimentaires et des produits pétroliers sont parmi les causes majeures de la pression inflationniste dans toute la région. Il est assez largement admis aujourd'hui, comme la CESAP l'a déjà fait observer,² que le renchérissement de ces prix depuis le déclenchement de la crise est dû notamment à la financiarisation des marchés des produits de base, alimentée par les liquidités générées par l'assouplissement monétaire dans les économies développées.

5. En présence d'autant de problèmes qui évoluent rapidement, les décideurs publics de la région doivent surveiller attentivement les signes prémonitoires d'un effet de ricochet partant du monde développé. La région se trouve toujours dans une position relativement favorable pour préserver son dynamisme économique malgré ces problèmes, étant donné la robustesse de ses fondamentaux macroéconomiques. Si des pressions graves sur le niveau de la croissance devaient se concrétiser, la solidité des finances publiques d'un grand nombre de pays leur permettrait d'appliquer des mesures de stimulation budgétaire de court terme. De plus, si les pressions inflationnistes devaient s'atténuer sensiblement à cause de préoccupations concernant la croissance mondiale, les taux d'intérêt relativement élevés dans la région ménageraient une marge suffisante pour des mesures d'assouplissement monétaire. Quant au

² CESAP, 2010, *Economic and Social Survey of Asia and the Pacific 2010* (Publication des Nations Unies, numéro de vente E.10.II.F.2).

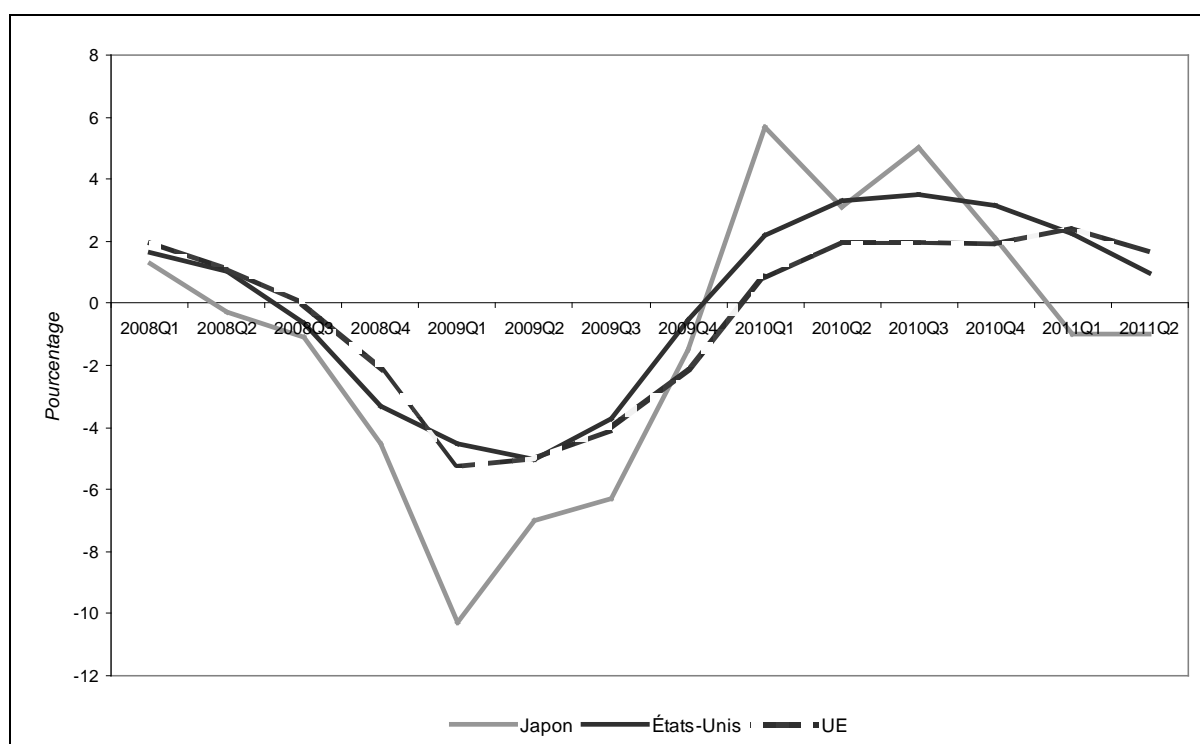
secteur bancaire, la région ne souffrirait probablement guère des pertes qu'entraînerait un défaut de paiement de la dette souveraine car la plupart des banques de la région n'ont qu'une exposition directe limitée. Toutefois, une crise du crédit aurait des répercussions sur la région à cause de la pratique de certaines économies qui s'appuient sur l'emprunt auprès de l'étranger. Simultanément, les sorties de capitaux pourraient créer des tensions sur les marchés des actifs et sur les monnaies dans certaines économies comme on l'a vu en 2008.

B. Deuxième phase de la crise dans les économies développées

6. Les États-Unis et les économies de la zone euro, qui sont aussi les principales économies développées et les grands marchés d'exportation de la région, subissent un arrêt de leur croissance dû principalement aux préoccupations concernant les niveaux de la dette publique. Les chiffres de la croissance des tout derniers trimestres indiquent un arrêt du processus de redressement dans ces économies (voir la figure 1). Simultanément, la croissance au Japon a chuté fortement à la suite du tsunami et de l'incident nucléaire du début de 2011. La croissance devrait y retrouver son rythme dès que l'activité économique reprendra normalement dans l'économie en général et que la reconstruction commencera dans les régions touchées, ce qui sera certes favorable à l'économie mais ne contribuera probablement guère à la croissance dans le reste de la région étant donné l'importance déclinante de l'économie japonaise comme marché d'exportation.

Figure 1

Croissance du produit intérieur brut réel par trimestre, d'une année sur l'autre, pour les principales économies développées, 2008 à 2011



Source : CESAP, à partir des données provenant de CEIC Data Company Limited, disponibles à l'adresse : <http://ceicdata.com/> (consultée le 5 septembre 2011).

7. Un certain nombre de causes conjoncturelles peuvent expliquer le ralentissement aux États-Unis et la flambée des prix des produits pétroliers dans la zone euro au début de 2011, de même que les répercussions de la catastrophe survenue au Japon sur les chaînes d'approvisionnement mondiales. Cependant, d'autres causes du ralentissement ont un caractère plus fondamental et sont sources de préoccupation quant aux perspectives des économies dans l'année à venir. Ces préoccupations tournent autour du fait que les mesures antérieures de stimulation budgétaire ont été éliminées progressivement durant la période où la croissance s'est ralentie. D'autre part, la prééminence accordée à la réduction de la dette par la diminution des dépenses dans ces économies signifie qu'il ne faut pas s'attendre à de nouvelles mesures importantes de stimulation budgétaire dans l'avenir.

8. Le manque de marge de manœuvre pour offrir des mesures de stimulation supplémentaires de grande portée tient à des raisons différentes aux États-Unis et dans la zone euro, même si les conséquences en sont similaires dans les deux cas. Pour les États-Unis, la difficulté vient des désaccords entre les partis en présence dans les organes législatifs quant à la manière d'envisager la situation de la dette du pays. Ces désaccords ont été mis en évidence lors des négociations récentes sur le plafond de la dette et ont finalement conduit *Standard and Poor's* à abaisser la notation de la dette du pays. Pour la majeure partie de la zone euro, de nouvelles mesures de relance budgétaire sont encore plus improbables qu'aux États-Unis, étant donné la pression qu'exercent les marchés financiers en faveur de l'adoption de mesures d'austérité afin de maintenir des écarts de rendement acceptables pour les émissions de dette nouvelle. Une autre source de pression est le souci d'éviter la procédure applicable par la Commission européenne en cas de déficit excessif afin de rappeler à la discipline les pays dont la politique budgétaire manque de prudence. L'un des risques majeurs, si la crise de la dette se poursuit dans la zone euro, vient des répercussions éventuelles pour les plus grandes banques, en Europe et dans les autres économies développées. Il est possible en effet qu'un défaut de paiement, quel qu'il soit, d'une dette souveraine de la zone euro détenue par les banques, ou que des tests de résistance qui aboutissent au démarquage des actifs bancaires de dette souveraine, ramenés à leur valeur sur le marché, rendent impossible la survie de certaines banques, déclenchant alors une nouvelle crise bancaire qui bouleverserait les marchés financiers mondiaux, pourrait déclencher une crise mondiale du crédit et contraindrait les pouvoirs publics à prendre des mesures de sauvetage.

9. L'autre grande option qui se présente aux autorités des États-Unis et de la zone euro consiste à assouplir davantage encore la politique monétaire. Aux États-Unis, un abaissement supplémentaire des taux d'intérêt n'est pas possible puisque les taux sont déjà quasiment nuls. Il faut donc recourir à des méthodes non classiques d'assouplissement monétaire. La Réserve fédérale des États-Unis a pris une mesure de ce type en août 2011 en s'engageant à ne pas augmenter les taux d'intérêt jusqu'à la fin du premier semestre de 2013. L'instrument le plus puissant qui reste encore à la disposition des États-Unis, étant donné l'étendue de son champ d'application, serait une autre opération d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing* ou *QE*). Cependant, le précédent assouplissement quantitatif, souvent désigné par l'abréviation *QE2*, ne s'est pas révélé très efficace et rien n'incite guère à penser qu'un nouvel assouplissement quantitatif réussirait beaucoup mieux. Malgré les doutes quant à l'efficacité d'une telle mesure, les divers avantages censés dériver d'une nouvelle opération d'assouplissement quantitatif peuvent rendre cette option attrayante

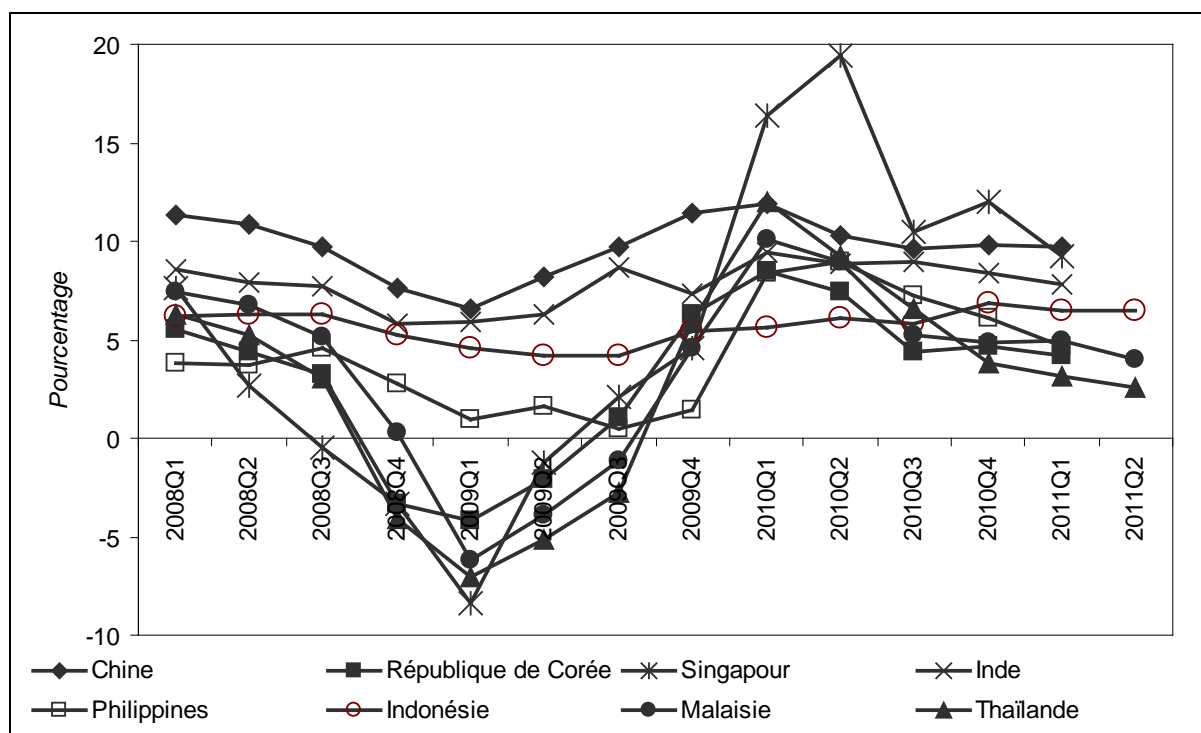
parmi les quelques rares formules viables pour soutenir la croissance à défaut de mesures de politique budgétaire. Dans la zone euro, il reste encore une certaine marge, certes limitée, pour réduire davantage les taux d'intérêt.

10. Les économies émergentes d'Asie et du Pacifique, tout comme les autres économies en développement dans le monde entier, devront gérer les différentes répercussions négatives à attendre, aussi bien des mesures prises pour relancer la croissance dans les économies développées que du ralentissement de la croissance. À cause du gonflement de la liquidité mondiale provoqué par la stimulation monétaire, un surcroît de capitaux étrangers se dirigera vers la région. La liquidité mondiale peut aussi se diriger en partie vers les marchés des produits de base, comme l'alimentation et le pétrole, et ajouter alors à la pression inflationniste dans la région. Pour ce qui concerne le ralentissement de la croissance des économies développées, outre les répercussions sur le commerce dans la région, il faut craindre également un renforcement des mesures protectionnistes dans les économies développées. Comme on a pu l'observer lors de la plupart des périodes de ralentissement, les économies touchées ont tendance à protéger les industries nationales en restreignant la concurrence des exportations. Il peut en résulter à la fois des mesures de dépréciation des monnaies des économies développées ainsi que des mesures commerciales pour soutenir les exportations nationales tout en restreignant les importations. Une guerre monétaire mondiale n'est donc pas impossible et la région serait alors contrainte de gérer les taux de change de manière à préserver la compétitivité des exportations.

C. Les pays d'Asie et du Pacifique sont exposés diversement au ralentissement dans le monde développé

11. Malgré la situation périlleuse des économies développées, l'effet sur la croissance en Asie et dans le Pacifique dépendra grandement de la conjoncture dans chaque pays. Les premiers signes d'un ralentissement de la croissance dans certaines économies de la région apparaissent dans les résultats des trimestres récents (voir la figure 2). Deux grands éléments déterminent le degré d'exposition des économies régionales. Le premier est l'importance relative du secteur exportateur par rapport à la demande intérieure. De ce point de vue, la région Asie-Pacifique abrite des exemples éminents des deux types d'économie. Si de nombreuses économies de la région sont notablement dépendantes à l'égard des exportations, d'autres figurent parmi les grands foyers d'activité qui impulsent la croissance mondiale en raison de leur ample demande intérieure. L'autre élément, qui crée un potentiel croissant de soutien, même dans le cas des économies exportatrices menacées, est l'importance grandissante des exportations intrarégionales dirigées vers les économies à forte demande intérieure.

Figure 2
Croissance du produit intérieur brut réel, d'une année sur l'autre, dans certaines économies en développement de la région de la CESAP, 2008-2011



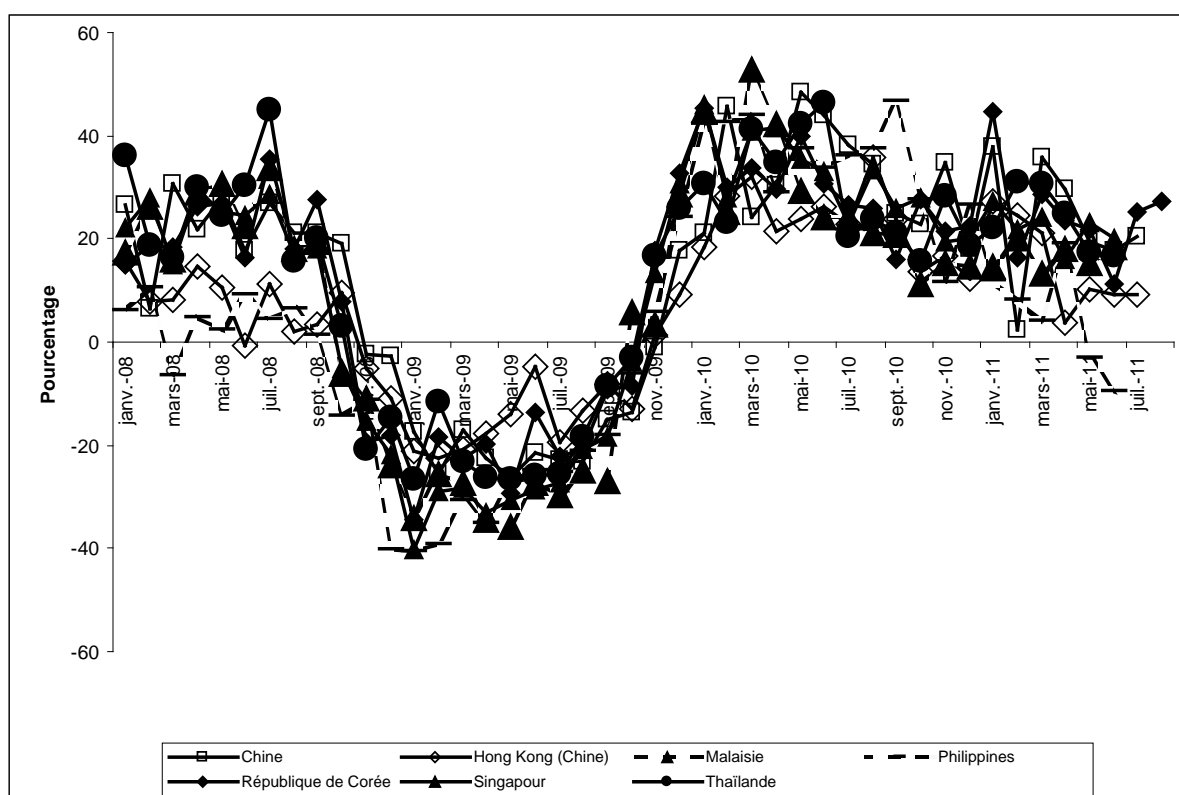
Source : CESAP, à partir des données provenant de CEIC Data Company Limited, disponibles à l'adresse : <http://ceicdata.com/> (consultée le 5 septembre 2011).

12. Les économies de la région dont la croissance sera le plus affectée par le ralentissement dans le monde développé sont les économies manufacturières dépendantes des exportations situées en Asie de l'Est et du Sud-Est. Ces économies sont celles où les exportations représentent la plus grande part du produit intérieur brut (PIB). Parmi elles, les économies les plus exposées sont la Malaisie, les Philippines, la République de Corée, Singapour, la Thaïlande, Taiwan Province de Chine et Hong Kong (Chine). Les premiers signes d'un ralentissement sont déjà visibles dans les chiffres de la croissance des exportations de quelques-unes d'entre elles pour les derniers mois (voir la figure 3). Un autre groupe d'économies de la région dont les exportations peuvent aussi ralentir à cause de la situation mondiale est celui des exportateurs de produits de base. Les effets sur ce groupe sont moins certains car tous les prix des produits de base, notamment ceux de l'alimentation et des produits pétroliers, n'évolueront pas nécessairement à la baisse en suivant le mouvement de la croissance mondiale. Par conséquent, certains producteurs de produits de base de la région pourraient être touchés plus gravement que d'autres selon le type de produits de base qu'ils exportent.

13. Au contraire, les économies les moins menacées par un ralentissement des économies développées sont celles où existent de vastes et robustes secteurs intérieurs, principalement l'Inde, l'Indonésie et la Chine. Dans le cas de l'Inde et de l'Indonésie, la forte demande intérieure s'explique par une proportion élevée de consommation dans le PIB, alors que pour la Chine, la demande intérieure provient principalement de l'activité d'investissement. La Chine se trouve dans une situation à part dans la mesure où les exportations tiennent dans l'économie

une place plus importante que dans les autres économies à forte demande intérieure, tandis qu'une proportion considérable des investissements est liée aussi au secteur exportateur. Pour cette raison, une contraction prolongée de la demande du monde développé réagira plus fortement sur la croissance. En outre, les investissements en Chine, depuis le déclenchement de la crise de 2008, n'ont pas toujours été basés sur les facteurs fondamentaux et ont parfois été soutenus par des politiques génératrices d'une forte croissance du crédit. Dans une certaine mesure également, la consommation en Inde et en Indonésie a aussi été soutenue par des taux d'intérêt réels qui ont été relativement complaisants. Alors que l'Inde et la Chine font l'expérience de taux d'inflation relativement élevés par rapport à leurs références historiques récentes, les mesures qu'elles ont prises cette dernière année pour resserrer leur politique monétaire peuvent brider jusqu'à un certain point la demande intérieure jusqu'ici robuste. De fait, les résultats récents de la croissance dans ces grandes économies montrent l'effet du resserrement des politiques, puisqu'au deuxième trimestre de 2011, la croissance du PIB en Inde a touché son niveau le plus bas en 18 mois bien qu'elle reste toujours robuste à 7,7 %.

Figure 3
Croissance des exportations d'une année sur l'autre pour certaines économies en développement de la région de la CESAP, 2008-2011



Source : CESAP, à partir des données provenant de CEIC Data Company Limited, disponibles à l'adresse : <http://ceicdata.com/> (consultée le 5 septembre 2011).

14. Les indicateurs à haute fréquence donnent des indications quant à la possibilité d'un ralentissement des exportations qui atteindrait de nombreux pays. Alors que la croissance a déjà ralenti dans les économies développées au cours des tout derniers trimestres par rapport à 2010, les répercussions sur les exportations de la région sont généralement retardées d'un certain nombre de

mois à cause du délai qui s'écoule entre les commandes et la production. Les bas niveaux du *Purchasing Managers Index* (PMI) dans plusieurs grands pays exportateurs ces derniers mois (par exemple la République de Corée et Taiwan Province de Chine en août 2011) indiquent que les exportateurs s'attendent à ce que la production soit touchée dans l'avenir proche. Les chiffres de la croissance des exportations dans les derniers mois de 2011 devront être surveillés de près pour obtenir la confirmation directe de ce ralentissement éventuel des exportations. À cause des effets produits sur la chaîne régionale d'approvisionnement par le tremblement de terre et le tsunami au Japon, qui ont déprimé artificiellement les exportations dans certaines économies, il sera passablement complexe de dégager la tendance de la croissance des exportations. La reprise de la production au Japon dans le courant de 2011 peut favoriser dans une certaine mesure la croissance des exportations. Néanmoins, le freinage de la croissance des exportations dans les mois à venir est d'ores et déjà inscrit dans le déclin des chiffres d'un mois sur l'autre pour les nouvelles commandes d'exportation dans plusieurs grandes économies exportatrices. Les chiffres d'août 2011 pour la Chine en donnent un exemple.

15. L'importance croissante de la demande intrarégionale d'exportations contribuera à amortir le coup porté aux exportations par le ralentissement des économies développées. Il faut cependant se garder prudemment d'attendre un soutien en faveur des exportations beaucoup plus fort que lors des précédents ralentissements de la demande provenant des marchés d'exportation traditionnels du monde développé. La décélération de la production manufacturière totale dans beaucoup d'économies de la région, attestée par les baisses des indices PMI au cours des derniers mois, signale clairement le poids que conservent les économies développées puisqu'elle coïncide avec la décélération dans ces mêmes économies. Il reste que les échanges commerciaux à l'intérieur de la région augmentent effectivement plus vite que les échanges commerciaux de la région avec le reste du monde. Tandis que les exportations de la région vers le reste du monde ont approximativement doublé entre 2000 et 2009, les exportations intrarégionales se sont multipliées par près de 2,5.³ Toutefois, ces tendances n'ont provoqué jusqu'à présent qu'une augmentation marginale de l'importance des exportations intrarégionales en proportion du total des exportations. La part des exportations intrarégionales dans le total des exportations de l'Asie et du Pacifique est passée d'environ 49 % en 2000 à environ 52 % en 2009.⁴ De plus, la proportion des exportations intrarégionales qui répondent à la demande finale dans la région est substantiellement moindre car une forte part des exportations des économies à revenu moyen et à revenu élevé de la région sont des biens intermédiaires qui servent à la production dans un autre pays et sont ensuite exportés vers les économies développées. La Chine est la destination prédominante du commerce intrarégional des facteurs intermédiaires et la grande proportion des exportations de ce pays vers les économies développées donne une mesure un peu plus juste de l'importance véritable des économies développées pour cette catégorie d'économie dans la région. Si la demande des économies développées devait se ralentir sensiblement et rester anémique pendant un certain temps, les effets de ricochet sur toute la chaîne régionale d'approvisionnement pourraient finalement se faire sentir sur les exportations intrarégionales.

³ Source: CESAP, *Asia Pacific Trade and Investment Report 2011* (Publication des Nations Unies, numéro de vente E.11.II.F.8), chap. 1, p.9.

⁴ Source: CESAP, *Economic and Social Survey of Asia and the Pacific 2011* (Publication des Nations Unies, numéro de vente E.11.II.F.2), chap 3.

16. La demande intrarégionale n'apportera pas aux économies exportatrices un soutien semblable à celui qu'elle a fourni lors du déclenchement de la crise à cause de la moindre probabilité d'une stimulation de vaste portée dans les grandes économies à forte demande intérieure. Les deux plus grandes économies en développement de la région, la Chine et l'Inde, se préoccupent davantage de maîtriser les hausses des prix que de maintenir la croissance qui, même ralentie, reste à des niveaux relativement robustes. L'analyse faite par la CESAP⁵ montre que la forte croissance de la Chine a joué un rôle essentiel pour soutenir la reprise des exportations de la région après le déclenchement de la crise et avant la légère reprise ultérieure de la demande des économies développées. La demande provenant de l'Inde a joué un rôle aussi pour soutenir la croissance dans la région, l'Inde se distinguant par ses caractéristiques d'une économie où la consommation intérieure est considérable et en augmentation, qui entretient des déficits commerciaux avec la plupart de la région. En 2010, par exemple, les économies de l'Association des nations de l'Asie du Sud-Est (ASEAN) ont eu avec l'Inde un excédent commercial de 13 milliards de dollars, soit 17 % de l'excédent commercial total de l'ASEAN, et la Chine a eu un excédent commercial avec l'Inde de 21 milliards de dollars⁶. Cependant, au contraire de ce qui s'est produit au début de la crise, les politiques de la Chine et de l'Inde sont passées maintenant de la stimulation au resserrement monétaire afin de modérer les ressorts respectifs de la demande intérieure dans ces économies du côté des investissements et de la consommation. À cause de cette double filière de la croissance dans la région et alors que les préoccupations d'inflation prédominent pour le groupe tourné vers la demande intérieure et que les préoccupations de croissance l'emportent pour le groupe tourné vers les exportations, il est plausible que la demande intrarégionale soutienne moins fermement la croissance dans le court terme que dans les années antérieures.

D. La pression inflationniste externe se maintient

17. Durant les premiers mois de l'année 2011, l'accélération de l'inflation a été modérée par les événements mondiaux et par le durcissement de la politique monétaire dans une grande partie de la région. La pression haussière sur les prix est venue largement de l'offre, ayant une origine externe liée aux niveaux élevés des prix de l'alimentation et des produits pétroliers, mais la vive croissance des économies sous l'effet des exportations robustes et de la forte demande intérieure a contribué elle aussi, dans une certaine mesure, à une inflation par la demande. Les ressorts de l'inflation diffèrent également d'un endroit à l'autre dans la région. Les économies où prédomine la demande intérieure et dans lesquelles la consommation ou les investissements traversent une phase d'expansion sont préoccupées davantage par l'inflation venant de la demande, tandis que les économies exportatrices subissent plutôt l'influence de l'inflation importée. Pour ce dernier type d'économie, à la suite du relâchement de la pression observé dans beaucoup de pays à cause de l'environnement mondial moins favorable aux exportations depuis quelques mois, le principal facteur d'inflation se concentre aujourd'hui dans les perspectives d'évolution des prix mondiaux des produits alimentaires et des produits pétroliers. Il n'est pas certain qu'un affaiblissement de la croissance mondiale produise nécessairement une baisse sensible de ces prix car de nombreux facteurs contradictoires interviennent simultanément dans la fixation des prix. Dans les économies où la demande intérieure est

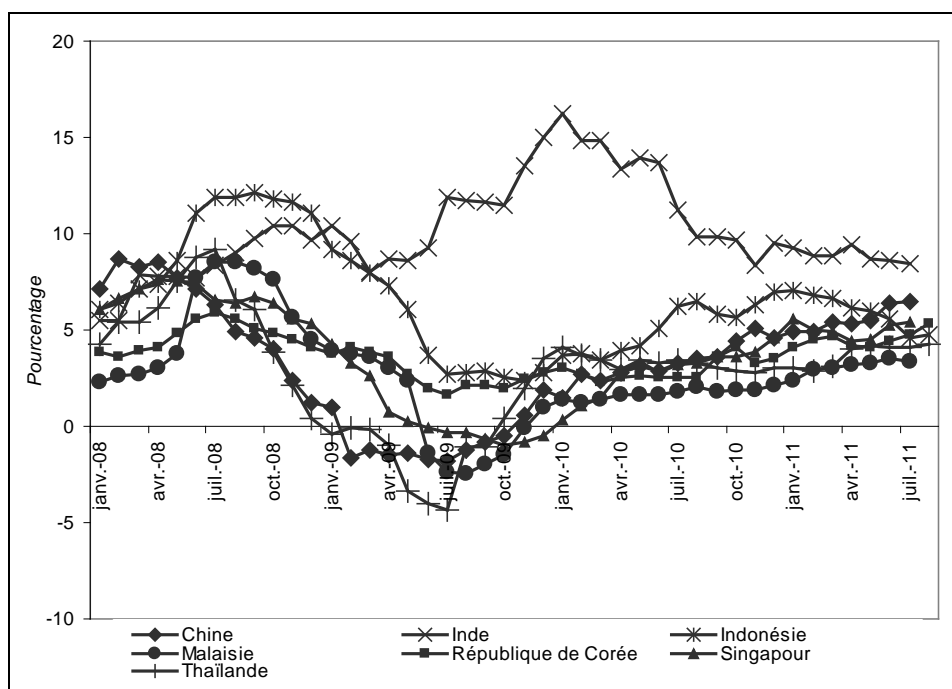
⁵ Ibid., chap1, p 11.

⁶ CESAP, 2010, *Economic and Social Survey of Asia and the Pacific 2010* (publication des Nations Unies, numéro de vente E.10.II.F.2), chap 1, p 16.

prédominante, la gestion des déterminants intérieurs de l'inflation restera l'une des préoccupations des autorités. Dans certaines d'entre elles, cependant, la croissance s'est ralentie par l'effet des mesures sévères de politique monétaire adoptées pour maîtriser l'évolution des prix. La gestion des différents déterminants de l'inflation dans l'ensemble de la région imposera une tâche exigeante aux autorités dans un environnement de croissance fragilisée car les décisions de politique monétaire auront aussi des répercussions sur la croissance elle-même.

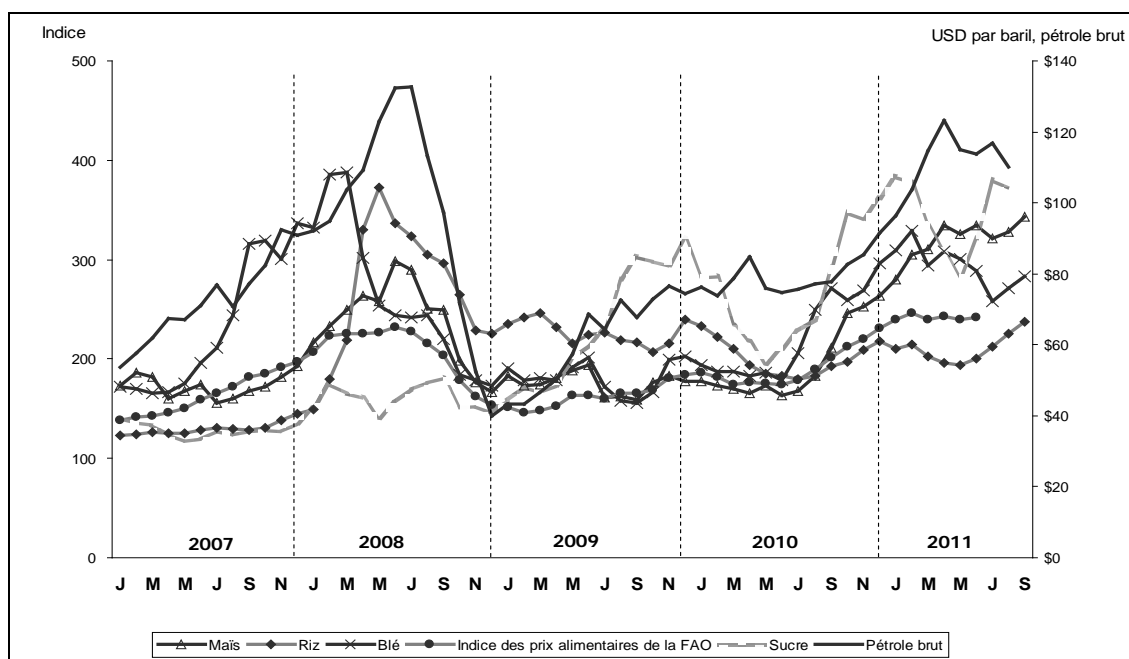
18. Durant l'année 2010, l'inflation s'est imposée comme une préoccupation urgente dans une grande partie de la région (voir la figure 4), bien qu'elle résulte de facteurs différents selon les types d'économie. Dans les économies exportatrices plus mondialisées d'Asie du Sud-Est et d'Asie de l'Est, les hausses des prix ont été provoquées par les prix mondiaux élevés de l'alimentation et du pétrole (voir la figure 5), et par les entrées de capitaux sur les marchés financiers relativement ouverts de ces économies. Les prix des produits alimentaires et des produits pétroliers ont été poussés à des niveaux élevés à la fois par les préoccupations au sujet des économies productrices de pétrole du Moyen-Orient troublées par l'agitation politique, par les perturbations d'origine climatique dans l'offre de produits alimentaires de grands pays producteurs, par la réorientation de certaines denrées vers la production de biocarburants et par la spéculation alimentée par la liquidité sur les marchés des produits de base. Les hausses des prix ont été nourries aussi par d'importantes entrées de capitaux dans un grand nombre de ces économies en raison de la forte liquidité mondiale, des différentiels de taux d'intérêt par rapport aux économies développées et des perspectives de croissance relativement prometteuses. Ces entrées de capitaux ont contribué à des hausses substantielles des prix des actifs, comme les actions des sociétés et les biens immobiliers. Pour de nombreuses économies où la demande intérieure joue un rôle prédominant, des pressions considérables générées par la demande sont venues s'ajouter aux augmentations des prix induites par les prix mondiaux de l'alimentation et du pétrole. Beaucoup d'économies d'Asie du Sud, l'Inde notamment, ont été spécialement atteintes par les hausses des prix provenant de la demande de consommation. La Chine, quant à elle, a été particulièrement exposée aux hausses des prix provenant de la demande d'investissements et les prix ont dépassé le niveau-cible fixé par les autorités car les investissements ont été encouragés par la vive croissance du crédit à la suite des mesures de stimulation adoptées durant la crise.

Figure 4
Inflation des prix à la consommation d'une année sur l'autre dans certaines économies en développement de la région de la CESAP, 2008-2011



Source : CESAP, à partir des données provenant de CEIC Data Company Limited (à la date du 6 septembre 2011).

Figure 5
Prix du pétrole, indice des prix alimentaires de la FAO et prix de certains produits alimentaires (indice 1998-2000 = 100), 2007-2011

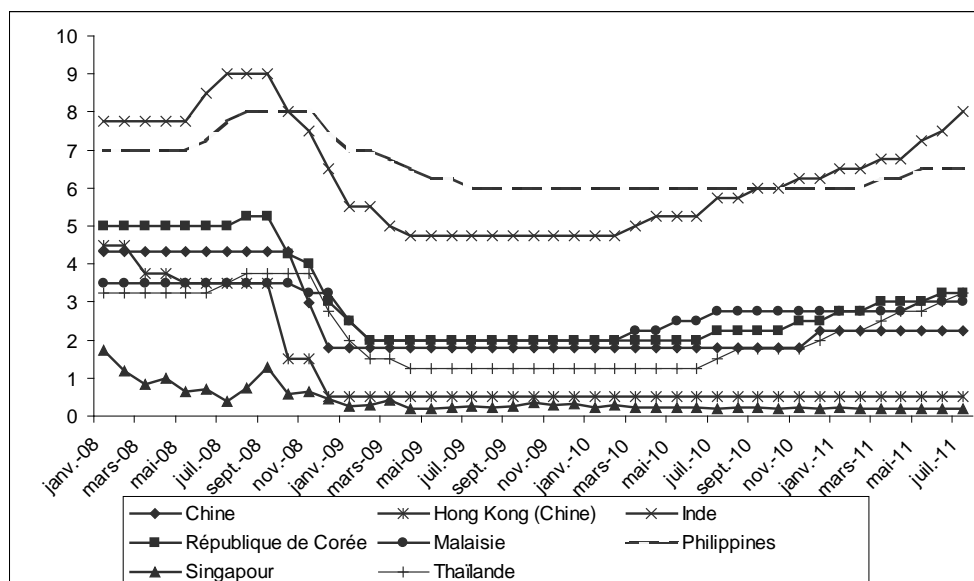


Sources : Organisation des Nations Unies pour l'alimentation et l'agriculture, <http://www.fao.org/es/esc/prices/PricesServlet.jsp?lang=en> ; United States Energy Information Administration, http://tonto.eia.doe.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_d.htm ; Indice des prix des matières premières du FMI. Dernière mise à jour : 13 septembre 2011.

19. Les économies de la région ont réagi aux augmentations des prix en durcissant leur politique monétaire par étapes successives à partir de 2010 (voir la figure 6). À mesure que les perspectives de croissance des économies exportatrices se sont réduites en conséquence de l'environnement mondial, l'arbitrage entre la sévérité monétaire pour cause de lutte contre l'inflation et la croissance a pris une importance critique. Les effets du resserrement depuis plusieurs mois et le repli des prix des produits de base ont aussi apporté une certaine stabilisation des taux d'inflation dans certaines économies de la région dans les derniers mois (voir la figure 4). Les inquiétudes à propos des perspectives de croissance et les attentes légèrement plus favorables au sujet de l'inflation ont convaincu certaines économies à s'abstenir récemment de durcir davantage encore leur politique monétaire (voir la figure 6). Au contraire, les économies dont la croissance dépend largement de facteurs intérieurs ont continué à utiliser la politique monétaire pour atténuer les pressions sur les prix exercées par la demande. La politique monétaire et les autres mesures de restriction du crédit ont été durcies tout au long de l'année 2011 dans plusieurs économies d'Asie du Sud et en Chine. Les répercussions négatives de ces mesures sur la croissance dans les économies ont été acceptées comme étant indispensables pour contenir la menace de surchauffe. Néanmoins, la situation de la Chine est relativement sans pareille car les exportations et les investissements influent fortement les unes et les autres sur la croissance par divers mécanismes. Dans ces conditions, des mesures prises pour modérer l'inflation provenant de la demande à cause d'un excès d'investissements à un moment où les exportations se ralentissent pourraient introduire une source de pression supplémentaire sur la croissance dans l'économie et faire redouter un « atterrissage brutal » pour cette économie.

Figure 6

Taux directeurs dans les principales économies asiatiques en développement, de 2008 à la fin d'août 2011



Source : Calculs de la CESAP à partir des données provenant de CEIC Data Company Limited, disponibles à l'adresse : <http://ceicdata.com/> (consultée le 6 septembre 2011).

Notes : Chine : taux directeur (taux de réescompte) ; Hong Kong (Chine) : taux directeur (taux de base du guichet de réescompte) ; Inde : taux directeur (taux de pension livrée (Reserve Bank of India)) ; République de Corée : taux directeur (taux de base (Bank of Korea)) ; Malaisie : taux directeur (taux directeur au jour le jour) ; Philippines : taux directeur (taux de pension livrée) ; Singapour : taux de pension livrée au jour le jour ; Thaïlande : taux directeur (fin de mois).

20. Les perspectives de l'inflation dans les prochains mois sont devenues moins certaines à cause des nombreuses forces opposées qui s'exercent sur la région. Normalement, un ralentissement de la croissance mondiale devrait réduire la demande des produits de base et donc entraîner un repli substantiel des prix des produits alimentaires et surtout du pétrole. Cependant, ces prix dépendent de nombreux facteurs autres que la demande mondiale. Du côté de l'offre, il existe toujours des risques de perturbation de l'approvisionnement, à cause des conditions climatiques pour les produits alimentaires et à cause de l'instabilité qui se prolonge au Moyen-Orient dans le cas du pétrole. Du côté de la demande, l'interdépendance créée par les biocarburants entre les produits alimentaires et le pétrole, ainsi que la forte liquidité mondiale qui attise la spéculation sur les marchés des produits de base peuvent continuer à exercer une pression haussière sur les prix. Il se poserait alors le problème suivant : les prix de ces produits de base essentiels augmenteraient, seraient stables ou du moins ne baisseraient pas sensiblement, alors que la croissance ralentirait. Pour les économies de la région non productrices de produits de base, un tel scénario rendrait nécessaire de soutenir la croissance à un moment où les pressions sur les prix par l'intermédiaire des produits de base n'auraient pas totalement cessé.

E. L'instabilité des marchés financiers s'amplifie

21. Les marchés financiers de la région sont exposés à une période d'instabilité considérable car les investisseurs tentent de se protéger contre ce qu'ils perçoivent comme une aggravation des risques pesant sur l'économie mondiale, sans exclure l'Asie et le Pacifique. Les prix des actifs et les taux de change dans la région seront vraisemblablement exposés à des périodes de sorties et d'entrées de capitaux suivant l'état de la liquidité et la situation financière mondiales et au gré des grands événements d'actualité. Il est donc clair que les autorités devront être prêtes à parer aux conséquences, pour leur économie, des accès passagers d'instabilité qui compliqueront leur planification macroéconomique.

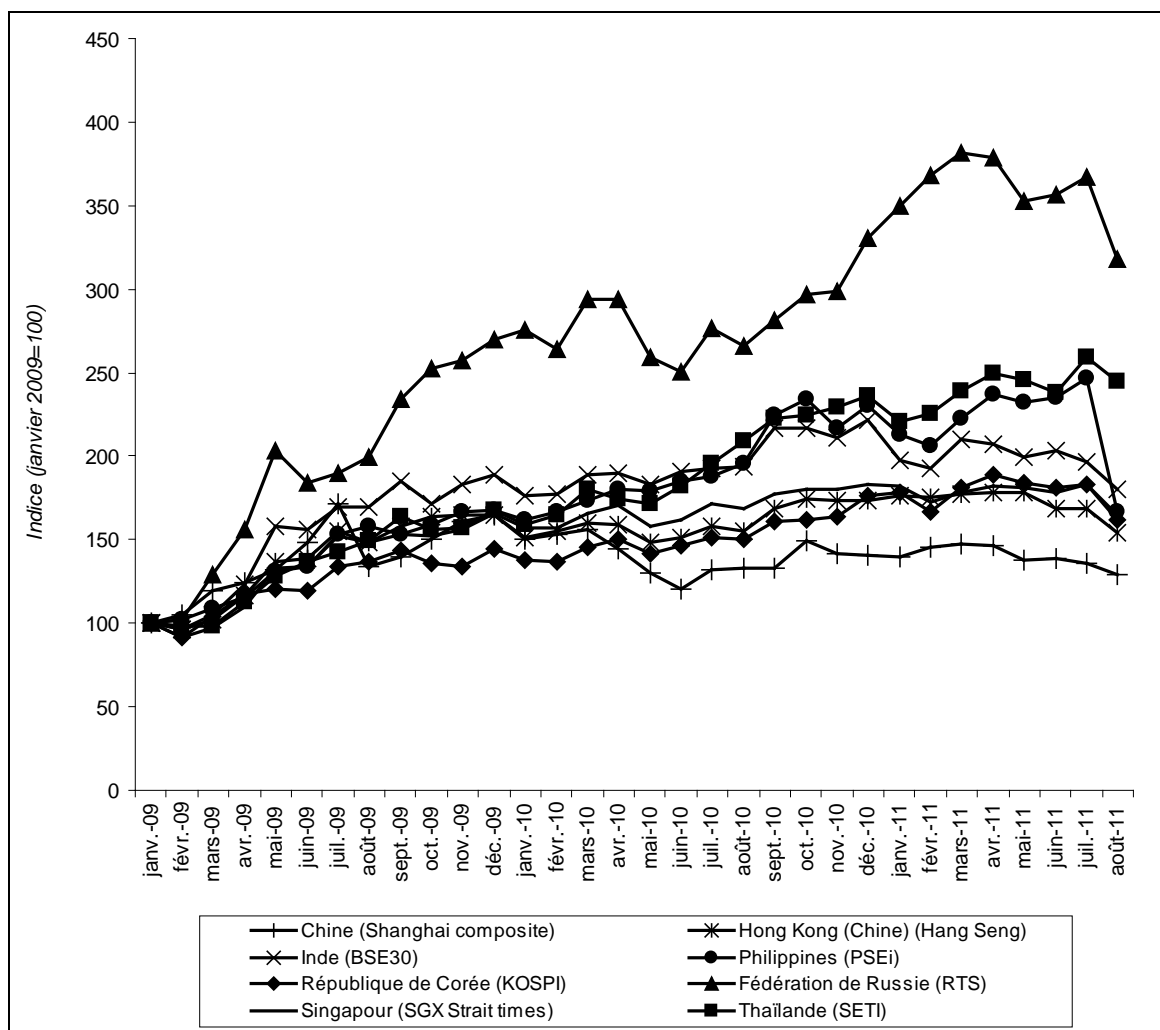
22. La région Asie-Pacifique a fait récemment l'expérience de sorties de capitaux, les investisseurs ayant intégré le fait que le freinage de la croissance dans l'économie mondiale préjudiciera inévitablement au modèle de croissance animée par les exportations qui caractérise un certain nombre d'économies de la région. Les projections de croissance des entreprises ont donc été revues en baisse et affectent les marchés des actions (voir la figure 7). De plus, le sentiment d'une moindre probabilité d'un resserrement de la politique monétaire dans les différentes économies dans un environnement de croissance limitée a affaibli les expectatives de mouvements des taux d'intérêt et affecté ainsi les marchés obligataires. D'un point de vue plus général, à un moment d'incertitude au sujet de l'économie mondiale, la région subit, elle aussi, la réaction classique d'un «*sauve-qui-peut*» en direction des actifs considérés comme sûrs. Dans ces conditions, malgré les inquiétudes au sujet de l'endettement souverain des États-Unis, les investisseurs se sont repliés une fois encore et massivement vers les bons du Trésor des États-Unis.

23. Il existe cependant des raisons de croire qu'il se produira des périodes d'apports de ressources financières en direction de la région à cause des facteurs fondamentaux. Malgré le freinage de la croissance dans la région, ses économies réalisent toujours une croissance beaucoup plus robuste que les économies développées, croissance qui soutient la tenue des marchés des actions et de l'immobilier. Les taux d'intérêt, même s'ils sont moins susceptibles que dans les

mois récents d'augmenter dans beaucoup d'économies, restent toujours à des niveaux bien supérieurs aux niveaux quasiment nuls des économies développées, entretenant l'intérêt de l'étranger pour les obligations et les autres actifs dans la région. Il est possible également que les investisseurs aient acquis une vision plus nuancée du risque et qu'une évolution s'opère progressivement dans la perception suivant laquelle, en période d'incertitude, il faut s'éloigner des marchés émergents. Si, dans le court terme, les bons du Trésor des États-Unis, par exemple, conservent leur popularité, dans le long terme, on peut s'attendre à ce que ces instruments soient considérés comme des actifs plus risqués car la volonté et la capacité, de la part des États-Unis, de continuer à financer la dette qu'ils représentent sont de plus en plus mises en doute, étant donné les difficultés constatées ces derniers mois dans les négociations sur le plafond de la dette.

Figure 7

Comportement du marché des actions dans les principales économies asiatiques en développement, 2009 à août 2011

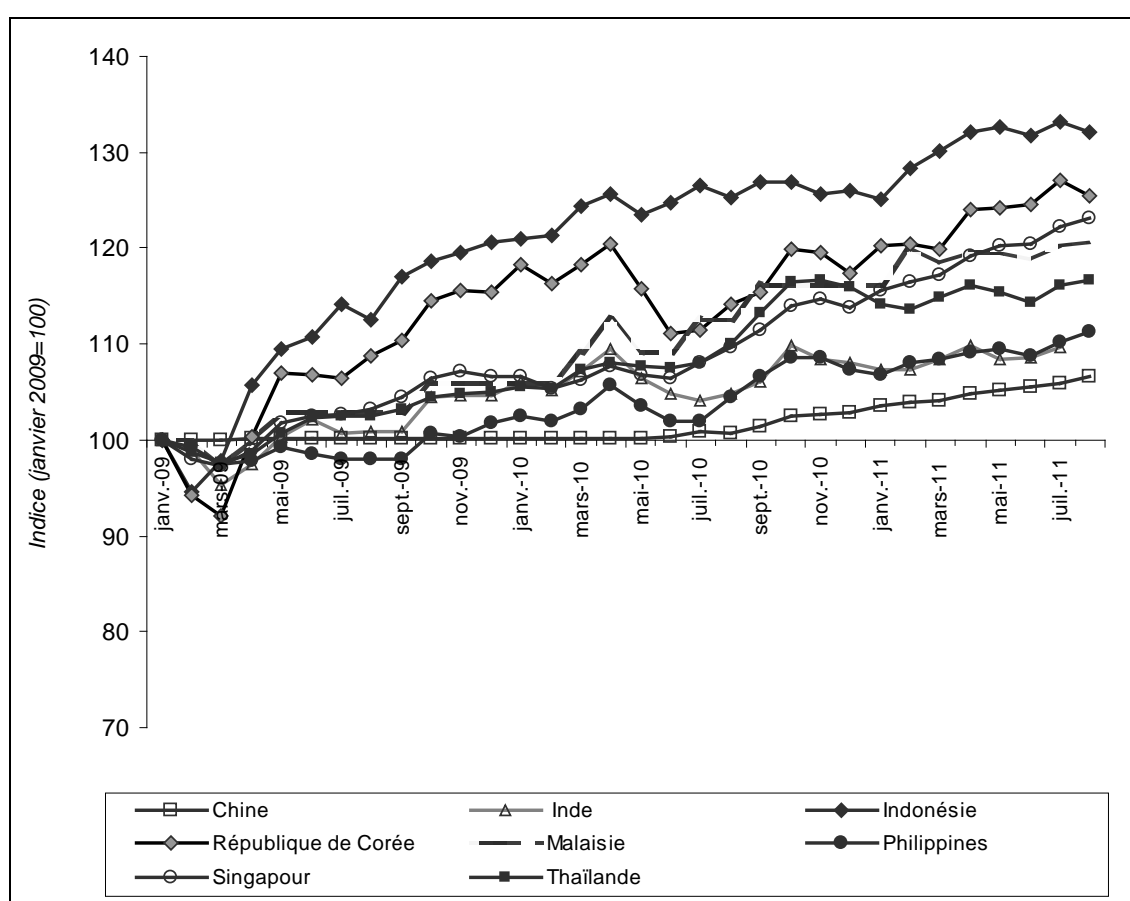


Source : Calculs de la CESAP à partir des données provenant de CEIC Data Company Limited, disponibles à l'adresse : <http://ceicdata.com/> (consultée en septembre 2011).

24. Dans un tel concours de facteurs à la fois négatifs et positifs influant sur les mouvements de capitaux à destination de la région, les économies doivent être préparées à l'instabilité de ces mouvements. Le risque existe donc que la

stabilité macroéconomique subisse les effets de variations substantielles des taux de change et de la valeur des actifs. Les variations des taux de change (voir la figure 8) influent sur l'inflation, les résultats des exportations et la stabilité du secteur financier interne. Les variations de la valeur des actifs créent un risque de formation de bulles éventuelles ou d'éclatement des bulles formées autour du prix des actifs. Traditionnellement, les économies de la région gèrent le risque d'instabilité des taux de change en constituant des réserves de devises, d'une part pour protéger les monnaies en cas de brusque sortie des capitaux et d'autre part pour préserver la compétitivité des exportations.

Figure 8
Variations des taux de change dans les principales économies en développement, 2009 à 2011



Source : À partir des données provenant de CEIC Data Company Limited, disponibles à l'adresse : <http://ceicdata.com/> (consultée en septembre 2011).

Note : Une tendance positive représente une appréciation et vice versa.

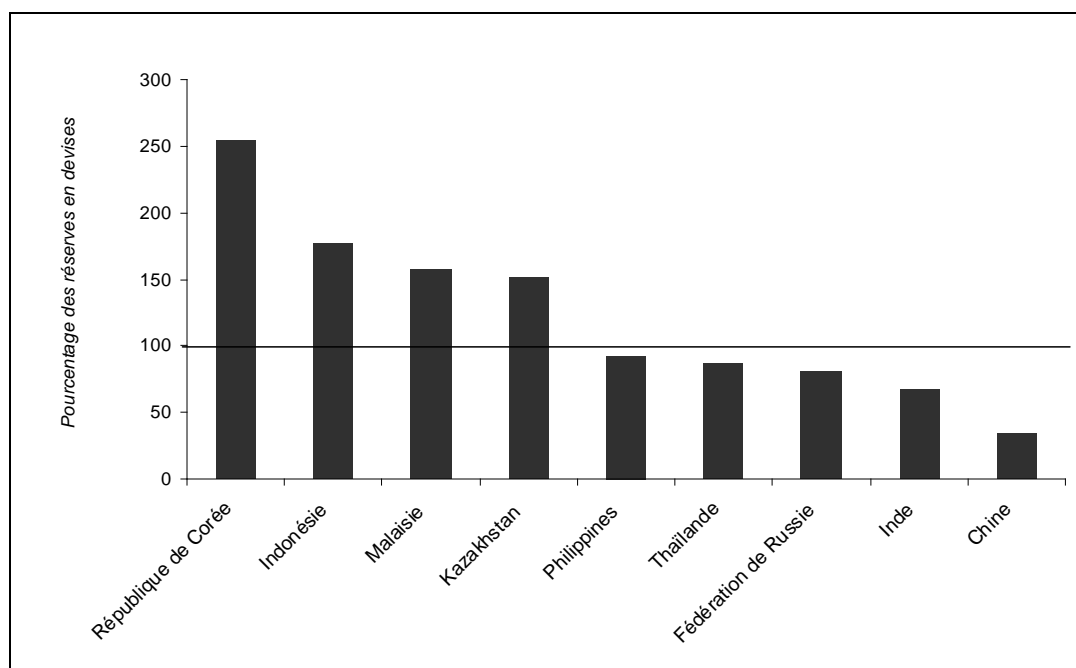
25. Cependant, l'indice de vulnérabilité des réserves en devises calculé par la CESAP montre que, dans un certain nombre de cas, il n'est pas évident que les réserves soient suffisantes pour protéger les taux de change et donc la stabilité macroéconomique en cas de sorties substantielles de capitaux (voir la figure 9). Si le scénario du pire précipite l'économie mondiale dans une nouvelle crise bancaire, déclenchée, par exemple, par des défauts de paiement de la dette souveraine, et que le système bancaire s'effondre dans la zone euro, plusieurs économies de la région pourraient courir un risque non négligeable de pression

sur leur taux de change. Le mécanisme pourrait être celui d'une fuite des investisseurs vers des actifs jugés sûrs, laquelle provoquerait une chute soudaine des mouvements de capitaux à court terme. Les économies les plus exposés à un tel risque seraient celles dont les marchés financiers sont actifs, largement ouverts et relativement sophistiqués et ont accueilli des entrées de capitaux substantielles ces dernières années et où il est donc possible que les réserves ne tiennent pas entièrement compte de l'ampleur des sorties éventuelles de capitaux de portefeuille.

26. Même si les réserves sont suffisantes, l'utilisation de ces réserves n'aide pas à régler la question du déclin des prix des actifs en cas de sorties de capitaux. De même, dans le cas des entrées de capitaux, l'utilisation des réserves n'évite pas un renchérissement excessif et non souhaitable de la valeur des actifs intérieurs. En outre, les relèvements du taux d'intérêt, qui sont l'outil classique pour combattre les conséquences inflationnistes des entrées de capitaux, produisent, dans une certaine mesure, des effets contradictoires puisqu'ils attirent à leur tour davantage de capitaux. Pour qui estime que les entrées de capitaux dans la région sont une tendance de long terme, le choix de continuer à utiliser les réserves en devises comme le principal outil servant à gérer les conséquences de ces entrées est donc lourd de difficultés. En dehors de la question de l'efficacité de l'utilisation des réserves, se pose aussi à tout moment le problème de plus en plus important du coût de la détention des réserves. Les pertes de valeur du dollar des États-Unis et de l'euro réduisent fortement la valeur en monnaie locale des réserves détenues et il est loin d'être exclu que ces deux devises se déprécient davantage encore dans le moyen terme. Un coût supplémentaire vient du différentiel de taux d'intérêt entre la détention d'obligations européennes ou des États-Unis dont les taux d'intérêt sont voisins de zéro et les taux d'intérêt comparativement élevés qu'il faut payer sur les obligations émises sur le marché intérieur pour absorber l'inflation générée par l'injection de monnaie locale.

Figure 9

Étalon de la vulnérabilité en pourcentage des réserves en devises dans certaines économies en développement, données disponibles les plus récentes



Sources : Calculs de la CESAP à partir des données du Fonds monétaire international, CD-ROM Statistiques financières internationales, juillet 2011 ; Banque mondiale, bases de données des statistiques trimestrielles de la dette extérieure, consultées en septembre 2011 ; CEIC Data Company Limited (consulté en septembre 2011).

Notes : L'étalon de la vulnérabilité est la somme de la dette à court terme, des importations du dernier trimestre de l'année et du stock de capitaux de portefeuille en actions et en obligations.

27. En raison de ces inconvénients tenant à l'utilisation de l'accumulation de réserves comme principal instrument pour répondre aux entrées de capitaux, les économies de la région se tournent de plus en plus vers la formule du contrôle des capitaux à titre de mesure supplémentaire, conformément aux recommandations faites précédemment par la CESAP. Durant l'année écoulée, l'Indonésie, la République de Corée, la Thaïlande et Taiwan Province de Chine ont établi diverses formes de contrôle. Les mesures ont consisté notamment à limiter l'exposition des banques intérieures au risque sur les devises et à l'endettement extérieur, à limiter la détention d'actifs intérieurs par l'étranger, à imposer des restrictions de la durée d'échéance des investissements étrangers dans les actifs (Indonésie, République de Corée, Taiwan Province de Chine) et à taxer la détention d'actifs par les étrangers (République de Corée, Thaïlande).

II. Problèmes et choix de politique générale

A. L'équilibrage entre la croissance et l'inflation

28. La croissance subira une pression dans beaucoup de pays de la région à cause du climat mondial difficile mais les gouvernements disposent d'un vaste champ d'action pour soutenir la croissance par leurs interventions. En particulier, la plupart des pays de la région conservent une marge budgétaire substantielle pour augmenter les dépenses publiques, tandis que les taux d'intérêt peuvent être maintenus tels quels ou même abaissés si nécessaire et si les préoccupations au

sujet de l'inflation le permettent car, étant donné leurs niveaux relativement élevés, une réduction des taux pourrait stimuler le crédit. Alors que les mesures de relance adoptées au début de la crise financière ont pesé sur les équilibres budgétaires, les résultats solides de la croissance apparus ultérieurement et l'élimination progressive de ces mesures ont renforcé les finances publiques en 2010 par rapport à l'année précédente (voir le tableau 1). Des disparités marquées existent cependant dans le comportement de la politique budgétaire à l'intérieur de la région, puisque les pays d'Asie du Sud ont eu des déficits budgétaires relativement élevés, alors que les pays d'Asie de l'Est et d'Asie du Sud-Est ont fortement consolidé leurs finances publiques en 2010.

Tableau 1
Équilibre budgétaire pour certaines économies en développement d'Asie et du Pacifique
(Pourcentage du produit intérieur brut)

	2006	2007	2008	2009	2010
Bangladesh	-3,2	-3,2	-4,7	-3,9	-4,5
Chine	-0,8	0,6	-0,4	-2,9	-2,1
Fidji	-2,9	-1,8	-1,5	-3,0	-3,6
Hong Kong (Chine)	4,0	7,7	0,1	1,6	4,1
Inde	-5,3	-4,1	-8,5	-9,58	-8,1
Indonésie	-0,9	-1,3	-0,1	-1,6	-0,6
Kazakhstan	0,8	-1,7	-2,1	-2,9	-2,5
Malaisie	-3,3	-3,2	-4,8	-7	-5,6
Pakistan	-4,3	-4,4	-7,6	-5,3	-6,3
Papouasie-Nouvelle-Guinée	5,1	6,4	2,5	-14,3	-0,5
Philippines	-1,1	-0,2	-0,9	-3,9	-3,7
République de Corée	-2,6	0,4	-2	-5,1	-2,3
Samoa	0,3	1,2	-1,9	-4,0	-8,1
Singapour	0,0	2,9	0,1	-0,36	-0,1
Sri Lanka	-7,0	-6,9	-7	-9,9	-8,0
Taiwan Province de Chine	-0,7	-0,1	-0,9	-3,5	-3,2
Thaïlande	0,1	-1,1	-0,3	-4,8	-2,1
Viet Nam	-1,2	-4,6	-3,1	-10,6	-8,0
Asie et Pacifique en développement	-1,6	-0,2	-2,0	-4,2	-3,0

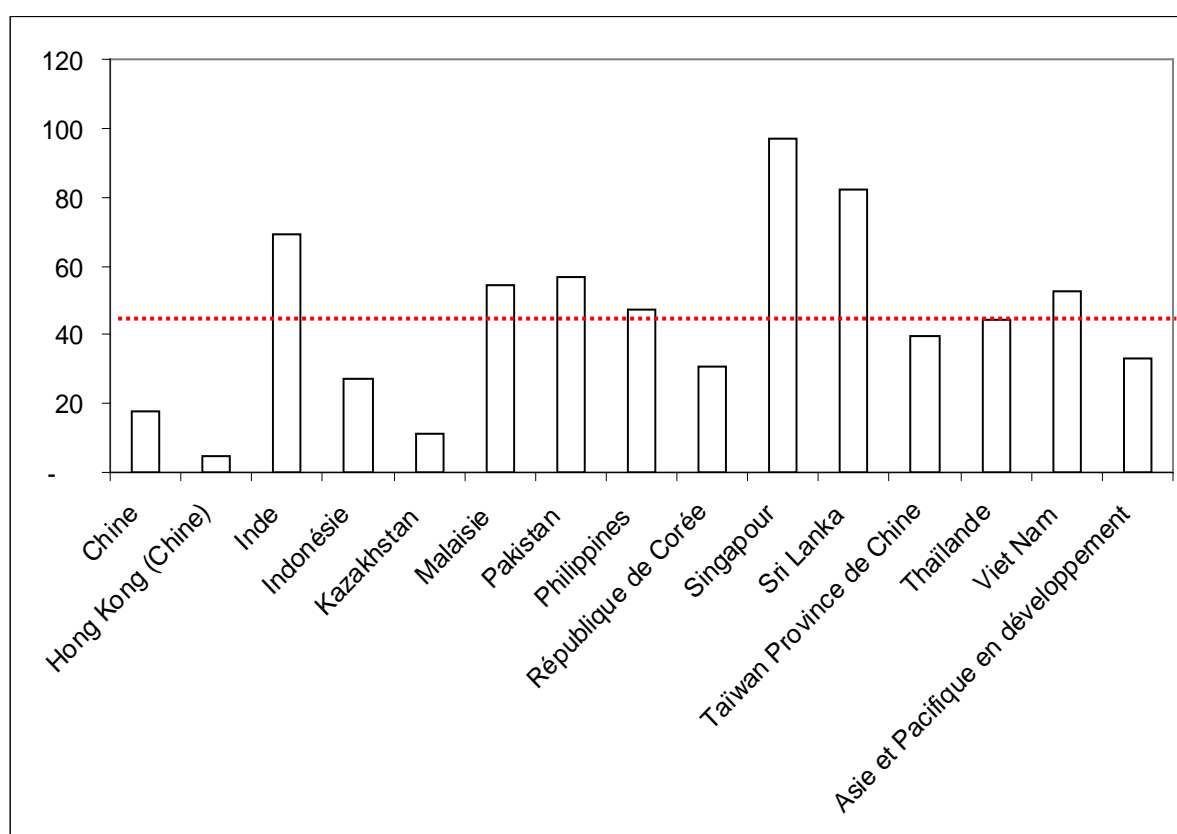
Source : CESAP à partir des sources nationales et Banque asiatique de développement, *Asian Development Outlook 2011* (Manille, 2011)

29. La plupart des économies qui peuvent être les plus affectées par un déclin de la croissance ont une marge suffisante pour entreprendre une relance budgétaire. Les déficits budgétaires et les niveaux de la dette publique (voir la figure 9) sont relativement modestes dans beaucoup d'économies de la région tournées vers l'exportation, à quelques exceptions près où ils sont relativement élevés, comme en Malaisie. Du point de vue de la durabilité budgétaire d'ensemble pour la région, les économies en développement de l'Asie et du Pacifique ont un niveau d'endettement public relativement bas, situé en moyenne à 33 % du PIB en 2010, bien inférieur au seuil prudentiel d'endettement public de 60 % du PIB. Dans ces conditions, l'adoption de mesures supplémentaires de relance si nécessaire n'imposerait pas de charges excessives aux budgets et ne pousserait pas non plus l'endettement à des niveaux insoutenables dans les économies les plus susceptibles de subir un ralentissement des exportations. Les niveaux d'endettement public sont élevés dans un certain nombre

d'économies dont celles de l'Asie du Sud (voir la figure 10) mais ces économies sont largement dominées par la demande intérieure et risquent donc moins de souffrir d'une contraction de la demande mondiale. Elles sont, par conséquent, peu susceptibles d'avoir besoin d'une nouvelle relance. Les options de politique budgétaire envisageables dans une économie donnée comprennent l'abaissement de la fiscalité, l'aide pécuniaire aux ménages à bas revenus et l'augmentation des dépenses d'équipement collectif. Il est possible aussi d'envisager des subventions ponctuelles comme les bons pour les dépenses de consommation et les allocations en espèces.

Figure 10

Endettement public brut en pourcentage du PIB dans certaines économies en développement d'Asie et du Pacifique, 2010



Source : CESAP à partir des données de CEIC Data Company Limited (septembre 2011) et FMI, World Economic Outlook Database, avril 2011.

Note : La forte proportion d'endettement public de Singapour par rapport au PIB doit être considérée comme un cas exceptionnel car la majeure partie de la dette publique est détenue par l'État lui-même par l'intermédiaire du *Central Provident Fund* (Fonds central de prévoyance) et ne sert pas à financer un déficit de l'État.

30. La perspective d'une nouvelle série de mesures de relance fait craindre un effet inflationniste. L'inflation, même si elle s'est modérée quelque peu ces derniers mois, reste forte dans beaucoup d'économies. Il est possible que les causes externes d'inflation continuent à relâcher leur pression dans les prochains mois car l'atonie de l'économie mondiale fera baisser les prix des produits de base par la réduction de la demande. En outre, les entrées de capitaux dans la région, qui ont aussi encouragé l'inflation, peuvent se ralentir dans un climat

mondial de fuite devant les risques. Néanmoins, les déterminants mondiaux des prix alimentaires, qui sont un grand facteur d'inflation dans la région, peuvent être moins influencés par l'environnement mondial difficile. La demande de produits alimentaires n'évolue pas aussi fortement en réaction à la croissance mondiale, et les facteurs météorologiques et la spéculation financière restent les causes prédominantes de l'instabilité dans le court terme.

31. La région doit donc être préparée à réagir au risque d'une persistance des pressions externes sur les prix, principalement par le canal de l'alimentation mais peut-être aussi par celui des produits pétroliers, malgré le ralentissement de la croissance intérieure. Bien qu'un grand nombre des causes de l'inflation soient d'origine externe, liées à la hausse mondiale des prix de l'alimentation et du pétrole et aux entrées de capitaux étrangers, les augmentations dans ces compartiments se sont intégrées à l'inflation de base par l'intermédiaire du renchérissement des prix des facteurs de production et des effets induits de demandes de relèvement des salaires. Le freinage de la demande au moyen de la politique monétaire aurait donc un certain effet de maîtrise des prix. Cependant, la politique monétaire est un outil brutal qui revient à restreindre la demande pour contenir des hausses de prix d'origine externe ou générées par l'offre et non pas dues à une surchauffe de la demande intérieure. La demande dans une économie qui subit déjà l'effet d'un ralentissement des exportations serait freinée plus encore par une politique monétaire restrictive. Des mesures comme la taxation et la modulation des tarifs douaniers pour agir directement sur le prix élevé des produits de base devraient faire partie intégrante du dispositif de lutte contre l'inflation, tout comme le contrôle des mouvements de capitaux pour limiter les entrées de capitaux étrangers vers les marchés des actifs locaux. Cependant, en cas de fortes montées des prix dans l'économie en général qui finalement avivent les anticipations inflationnistes, la politique monétaire peut encore être l'outil le plus efficace, avec toutefois des répercussions importantes sur la croissance. La question devient alors de savoir quel niveau d'inflation doit être considéré comme acceptable dans le court terme, à un moment où les inquiétudes au sujet de la croissance prennent le pas.

32. On peut soutenir que l'importance primordiale donnée au maintien de l'inflation à des niveaux relativement bas dans les économies exposées à une inflation d'origine externe et véhiculée par l'offre est excessive parce que, souvent, les mesures qui sont prises peuvent causer des difficultés à la population en provoquant du chômage ou des pertes de revenus. Il peut être préférable de tenir compte simultanément des conséquences de la politique monétaire pour la croissance et pour l'inflation et de reconsidérer la nécessité de respecter le niveau fixé des objectifs d'inflation à court terme à tout moment, malgré la détérioration des perspectives de croissance. Après la crise asiatique de 1997, un certain nombre d'économies de la région ont établi des mécanismes qui fixent des objectifs d'inflation pour l'application de la politique monétaire. Ce sont notamment l'Indonésie, les Philippines, la République de Corée et la Thaïlande. Il est possible, dans ce cas, de réviser en hausse les objectifs d'inflation ou encore d'envisager ces objectifs dans une plus longue durée. Il est possible également d'éliminer les objectifs précis et de redéfinir et réactualiser constamment les décisions de politique monétaire moyennant une soigneuse évaluation continue de l'environnement économique général et des effets de la politique monétaire dans tous les domaines et non pas seulement de ses effets sur l'inflation.

33. Pour un certain nombre d'économies dominées davantage par la demande intérieure et où l'inflation est forte, la voie à suivre est plus évidente. Comme, dans ces cas, la demande intérieure robuste est l'une des causes agissantes de hausse des prix, des mesures de politique monétaire pour freiner la demande devront toujours être envisagées. Elles auront pour conséquence d'abaisser la croissance à des niveaux plus durables. L'Inde, par exemple, aura vraisemblablement une croissance un peu plus lente dans la mesure où les autorités continuent à élever les taux d'intérêt en présence de hausses des prix qui approchent les 10 %.

34. La Chine se trouve, parmi les économies de la région, dans la situation particulière d'une économie tournée vers les exportations qui a en même temps une inflation substantielle provenant de la demande. Cependant, l'attitude que la Chine adoptera au sujet d'une éventuelle stimulation supplémentaire en cas de ralentissement marqué de la croissance aura une influence déterminante sur le comportement des économies exportatrices de la région. Un soutien substantiel à la croissance de l'économie contribuera à amortir le coup porté aux exportations par l'affaiblissement des économies développées. Par rapport aux économies qui sont animées principalement soit par les exportations soit par la demande intérieure, la Chine aura besoin d'un assortiment différent de mesures pour soutenir la croissance et contrôler l'inflation. L'économie subit fortement l'influence du ralentissement mondial mais présente néanmoins une inflation provenant de la robuste demande intérieure, principalement par le canal des investissements soutenus par la création de crédit. Le freinage des investissements intérieurs par les moyens de la politique monétaire semblerait être une mesure rationnelle pour réduire l'inflation dans l'économie mais l'application d'une telle solution dans une période d'affaiblissement des autres ressorts de la croissance de l'économie nécessitera un équilibre délicat pour éviter un freinage excessif ou ce qui pourrait être un « atterrissage brutal ». Un durcissement exagéré de la politique monétaire ne s'impose peut-être plus dans la mesure où les pressions provenant de la demande devraient s'atténuer à cause du ralentissement de l'activité d'exportation. Il sera important de suivre attentivement l'évolution à court terme de la croissance et des prix dans l'économie afin que les mesures éventuelles interviennent à temps et avec la portée qui conviendra.

B. La maîtrise des mouvements de capitaux

35. La région est toujours à la recherche des politiques appropriées pour maîtriser le problème pressant de son exposition à des mouvements excessifs de capitaux à court terme. L'assortiment actuel d'interventions sur les monnaies, de constitution de réserves en devises et de contrôles limités des capitaux ne se révèle pas suffisant pour absorber les conséquences de ces mouvements ni les risques de sorties soudaines. Comme on l'a vu plus haut, l'intervention comme principal moyen de réduire les risques créés par les entrées et les sorties de capitaux présente un certain nombre d'inconvénients. La technique additionnelle dont l'usage se répand de plus en plus dans toute la région consiste à imposer des contrôles des capitaux qui cherchent à régler résolument et à la source le problème des entrées de capitaux, au lieu de réagir par des mesures correctives, telles que l'intervention, une fois que les entrées ont eu lieu. Cependant, les contrôles des capitaux ont été limités jusqu'à présent dans la région et ne sont peut-être pas suffisants sous leur forme actuelle pour remédier correctement au problème sans quelques modifications.

36. À l'avenir, les économies peuvent être amenées à concevoir des contrôles qui les protègent contre le problème éventuel d'une « nouvelle normalité » de pression à long terme dans le sens de l'entrée de capitaux étrangers dans la région. Suivant l'une des critiques adressées traditionnellement au contrôle des capitaux, dans la mesure où les périodes d'entrées de capitaux à court terme sont passagères, les coûts d'efficacité à long terme créés par l'imposition de contrôles excèdent les avantages d'une mesure prise pour régler un problème temporaire. On peut soutenir, toutefois, que le nouvel environnement mondial marque un bouleversement du comportement des capitaux de portefeuille et que les fonds sont attirés vers la région pour une longue durée en raison de l'attrait inhérent de la région d'après les projections de la croissance et des différentiels de taux d'intérêt par rapport au monde développé.

37. Les prochaines mesures que pourraient être amenées à prendre les économies désireuses d'éviter les conséquences néfastes d'entrées de capitaux instables consisteront à imposer de plus vastes restrictions quantitatives des investissements étrangers de portefeuille et du crédit bancaire pour les investissements non productifs. Il s'agit là d'une mesure vigoureuse mais justifiable à cause de la pression de long terme à laquelle certaines économies en développement sont exposées en face du monde développé. Le principe directeur pourrait être de préserver la libre entrée des investissements étrangers dans les domaines qui procurent un financement de l'investissement étranger direct, des projets des entreprises et des banques, et des émissions nouvelles d'actions et d'obligations des sociétés, et simultanément de gérer attentivement les entrées de capitaux dirigées vers les portefeuilles et autres actifs existants. Une discrimination ainsi conçue à partir des emplois des capitaux serait, par nature, difficile à optimiser et il faut s'attendre à des cas d'évasion ou encore à une réduction du montant potentiel de fonds étrangers disponibles pour les investissements réels. Dans la pratique, cependant, cette considération n'est pas nécessairement centrale puisque la plupart des économies en développement qui sont exposés aux entrées de capitaux et à leurs conséquences n'ont pas un besoin critique des fonds étrangers pour leurs investissements ou sont des marchés si attrayants pour les investissements que les capitaux étrangers ne seront pas découragés, quelles que soient les restrictions en vigueur.

C. Le rééquilibrage en présence des pressions externes

38. Dans le moyen terme, la voie à suivre par la région, pour maintenir son élan de croissance, reste celle d'une réorientation de ses moteurs de croissance par la substitution de la demande intrarégionale et de la demande intérieure à la demande extrarégionale. Une mutation de cet ordre est cependant compliquée dans le court terme par l'affaiblissement de la demande extrarégionale en l'état présent de l'environnement économique mondial. En effet, certaines des mesures envisageables pour aider à opérer cette réorientation peuvent produire des effets négatifs sur la croissance dans le court terme et aggraver d'autant les difficultés de croissance actuelles. Les besoins de rééquilibrage varient d'une économie à l'autre dans la région. Une catégorie d'économies, principalement la Chine, a besoin de plus de consommation, tandis qu'une autre, spécialement l'Asie du Sud-Est, a besoin de plus d'investissements. En outre, les économies animées par les exportations qui subissent une pression à la hausse sur leur taux de change pourraient décider d'une appréciation coordonnée des taux de change par rapport aux monnaies des économies développées, ce qui aurait le double effet de soutenir les investissements intérieurs et la consommation intérieure sans affecter

pour autant les exportations intrarégionales. Une telle mesure contribuerait à rendre les marchandises importées moins chères pour les investissements et la consommation dans les économies et diminuerait aussi l'inflation importée ; elle affaiblirait cependant davantage la compétitivité des exportations sur les marchés extrarégionaux, créerait un risque de chômage et imposerait une pression baissière sur le niveau des salaires du secteur exportateur. En période de difficultés externes, les politiques publiques qui contrarient les moteurs de croissance existants peuvent être difficilement tolérables.

39. Un ensemble plus acceptable de mesures pour poursuivre la tâche de moyen terme consistant à rééquilibrer les économies en faveur de la demande intérieure et régionale serait d'appliquer une série de dispositions qui soutiennent les moteurs de la croissance future sans nuire exagérément aux moteurs de croissance du moment. Un choix de mesures de ce type consiste à poursuivre l'instauration de régimes de protection sociale, comme la fourniture par l'État d'une assurance de santé et d'une assurance contre le chômage, la création de régimes de retraite et l'augmentation des dépenses publiques de santé et d'éducation. Les interventions de cette nature élèvent le pouvoir d'achat des consommateurs en diminuant le besoin d'une épargne de précaution, sans pour autant exercer un effet baissier excessif sur les autres composants de la croissance. Quant au soutien des investissements dans les économies où ils restent relativement faibles, les dépenses d'équipement collectif sont clairement un domaine qui offre des possibilités. Les gouvernements disposent d'une ample marge pour augmenter les investissements dans leur propre infrastructure et celle de leurs voisins aux ressources budgétaires plus limitées car les investissements de ce type peuvent procurer à la fois des rendements attrayants et des avantages indirects substantiels en renforçant l'intégration et le commerce intrarégionaux. Ces investissements peuvent être soutenus par la création d'un dispositif financier régional de financement du développement qui comprendrait un mécanisme d'intermédiation entre l'épargne massive de la région et ses besoins d'investissements insatisfaits, comme le montre l'analyse faite par la CESAP.⁷

40. Un autre moyen de favoriser le rééquilibrage consiste à soutenir le développement du secteur agricole dans la région. En Asie et dans le Pacifique, les pauvres vivent principalement en milieu rural et tirent de l'agriculture la majeure partie de leur revenu. Indépendamment même de l'impératif d'améliorer leurs conditions d'existence et de réduire la pauvreté, l'augmentation de la croissance agricole et donc des revenus ruraux accroîtra la consommation intérieure et régionale. À un moment où la région recherche une croissance économique plus équilibrée, elle a besoin d'une seconde révolution verte, plus éclairée, qui corrigera la négligence relative à l'égard du secteur agricole dans les priorités de l'action publique et de l'aide étrangère au long des dernières décennies. L'encouragement d'une plus forte productivité agricole s'impose comme une mesure essentielle ; les ressources publiques doivent être réorientées et l'encouragement de la productivité agricole doit remplacer les subventions à la consommation. Une telle mutation nécessite un programme soutenu de recherche agricole et d'éducation publique ainsi que des programmes mieux conçus de vulgarisation en milieu rural. Les partenariats internationaux et la coopération Sud-Sud peuvent aussi contribuer à favoriser une telle révolution verte, tout en répondant également aux préoccupations de sécurité alimentaire.

⁷ CESAP, *Economic and Social Survey of Asia and the Pacific 2011* (Publication des Nations Unies, numéro de vente E.11.II.F.2), chap 3.