

## Trois tigres asiatiques pris dans le typhon chinois

29 août 2016

Mahamoud Islam, Economiste Asie

✉ [mahamoud.islam@eulerhermes.com](mailto:mahamoud.islam@eulerhermes.com)

Ludovic Subran, Chef économiste

✉ [ludovic.subran@eulerhermes.com](mailto:ludovic.subran@eulerhermes.com)

### Synthèse

- Hong Kong, Taiwan et Singapour sont pris dans un typhon économique. La croissance de l'activité sera freinée par le fléchissement de la demande extérieure, en particulier chinoise (baisse de la demande, mise à niveau de l'économie), et par le durcissement des conditions financières, avec notamment des risques de contagion. Les trois économies devraient afficher une croissance inférieure à 2% en 2016-2017, soit nettement moins que leur moyenne de long terme.
- A court terme, les mesures de soutien devraient assurer la résilience de la demande intérieure, et les efforts de relance permettre de protéger la croissance. Toutefois, à long terme, chacune de ces plaques tournantes devra se diversifier et réinventer son modèle économique. Hong Kong semble l'économie la moins flexible et la plus affectée par les difficultés de la Chine. Taiwan bénéficie d'un net avantage en matière d'innovation mais la Chine est en train de devenir un concurrent sérieux. Enfin, Singapour devrait bénéficier de ses efforts passés en termes de diversification et d'image, en particulier au niveau de l'environnement des affaires et de la logistique commerciale.
- En 2016, les faillites devraient augmenter de +15% à Singapour et Hong Kong, et de +17% à Taiwan. Parmi les secteurs vulnérables figurent ceux des matériaux de base (prix trop bas), de la distribution et de l'électronique (victimes collatérales de la Chine), ainsi que du logement et de l'immobilier (endettement).

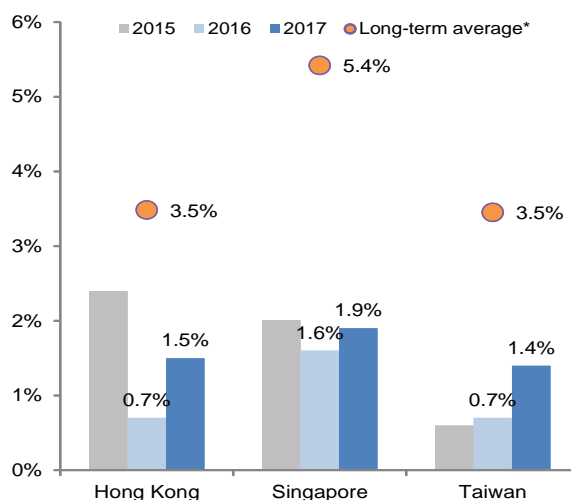
### Pris dans un typhon ?

Le premier semestre a été difficile pour les trois tigres asiatiques – Singapour, Hong Kong et Taiwan. Taiwan a du mal à se remettre de la récession, Hong Kong est confronté à un potentiel atterrissage brutal, et Singapour alterne les courtes périodes d'expansion et de contraction.

En 2016 et 2017, ces trois économies axées sur l'exportation devraient afficher une croissance inférieure à 2%, soit nettement moins que leur moyenne de long terme respective (cf. graphique 1). La croissance sera freinée par le fléchissement de la demande extérieure, en particulier chinoise, et par le durcissement des conditions financières. Les mesures qui seront prises seront déterminantes, mais parmi les répercussions négatives, on peut s'attendre à une augmentation des risques relatifs aux entreprises.

Le deuxième semestre 2016 pourrait donc constituer un point d'inflexion pour Hong Kong, le risque de récession technique augmentant en raison de la persistance de la faible demande chinoise, et du durcissement des conditions monétaires. A Taiwan, la baisse de la demande chinoise (exacerbée par des tensions politiques) et la forte concurrence sur les prix des marchés voisins (dont la Corée du Sud et la Chine) sont les deux principaux risques à surveiller. S'agissant de Singapour, l'approche globale d'assouplissement, la structure légèrement plus diversifiée des exportations (produits et destinations) et les prix plus compétitifs

Graphique 1 : Croissance du PIB réel



\* La moyenne de long terme correspond à la croissance annuelle moyenne du PIB sur la période 2004-2014.

Sources : IHS, Euler Hermes

### Turbulences chinoises

La baisse de la demande extérieure sera le principal frein pour les trois économies, rendues très sensibles aux variations du commerce mondial par leur taille modeste et leur ouverture accrue. Selon nos estimations, une contraction d'un point du commerce mondial peut priver Singapour de 0,7 pt de PIB, et de 0,5 pt Taiwan et Hong-Kong (cf. graphique 2). Hong Kong (-0,3 pt) et Taiwan (-0,2 pt) sont plus sensibles à la Chine tandis que Singapour dépend plus de l'ASEAN (-0,2 pt).

Outre la faible croissance du commerce mondial cette année (+2,2 %), la demande chinoise s'annonce décevante (+6,5 %, contre +6,9 % en 2015), sous l'effet notamment du ralentissement de l'investissement privé et du commerce. Par ailleurs, avec la mise à niveau du pays (cf. graphique 3), les fournisseurs locaux vont remplacer les fournisseurs étrangers, dont les hubs commerciaux. Face à ces deux phénomènes et au recul du pouvoir d'achat imputable à la dépréciation du CNY, Hong Kong, Taiwan et Singapour, dans cet ordre, vont voir reculer leurs exportations de biens et de services (tourisme et services financiers), ainsi que leurs ventes au détail. Hong Kong est dans l'œil du cyclone : les exportations de biens vers la Chine représentent 88 % du PIB et le HKD est trop fort pour être compétitif. Pour Taiwan, la demande chinoise représente environ 15 % du PIB, mais la concurrence directe (électronique) et les relations politiques tendues entre les deux économies sont aussi des facteurs importants.

### Marchés chauds et humides

La vulnérabilité financière de ces 3 marchés est également élevée (cf. graphique 4) : les flux de capitaux étrangers et les marchés boursiers y ont en effet plus d'importance que dans les autres économies asiatiques. Les perspectives économiques maussades et le durcissement des conditions de financement mondiales, avec les hausses attendues des taux de la Fed, pourraient décourager les afflux de capitaux. En outre, la hausse de l'aversion mondiale pour le risque pourrait affecter les marchés boursiers domestiques, par effet de contagion, et en raison d'une baisse des entrées de capitaux. La prolongation des incertitudes quant à l'issue du Brexit ([Brexit : que doit craindre l'Europe?](#)), avec ses conséquences financières évidentes (bien que limitées) et l'actualité économique négative de la Chine (dette des entreprises à 169 % du PIB, orientations stratégiques mal comprises) pourrait alimenter le malaise dans la région.

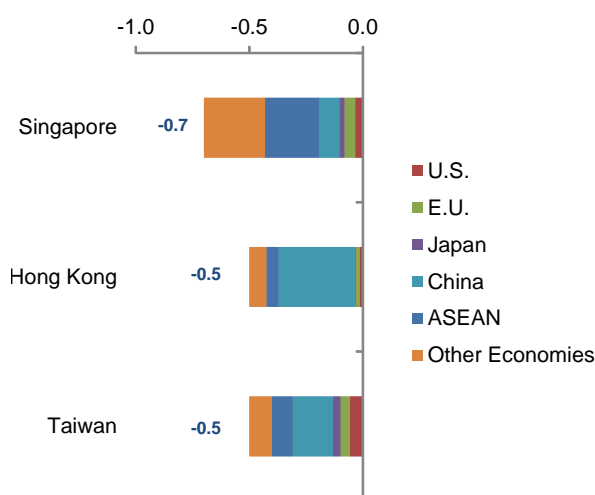
### Conseils de sécurité pour braver la tempête : politiques réactives et perspectives

#### La réactivité des politiques fera la différence

Le soutien politique sera probablement le principal moteur à court terme. Les autorités disposent de moyens puissants, grâce notamment à la solidité des finances publiques et aux excédents de comptes courants (cf. graphique 5), qui leur confèrent une confortable marge de manœuvre pour stimuler la croissance économique.

Au niveau budgétaire, les gouvernements de Hong Kong et de Singapour ont déjà dévoilé des budgets favorables à la croissance, avec des mesures d'aide aux PME, aux ménages, aux secteurs et aux agents économiques vulnérables (par exemple, personnes âgées à faible revenu). L'ensemble des mesures devrait donner un coup de pouce de 1,1 pt au PIB dans chaque économie. L'impact devrait être ressenti à partir du T2, les budgets ayant été décidés au T1. A Taiwan, les efforts ont été freinés par un cadre légal rigoureux qui limite la dette de l'Etat central à 40,6 % du PIB (35,6 % actuellement), et par le contexte politique défavorable (élections). De fait, le budget 2016 actuel est moins expansionniste, plus ciblé, et tente de répondre tant aux problèmes cycliques (avec d'importantes dépenses d'aide sociale) qu'aux

Graphique 2 : Impact direct d'une baisse de 1 pt de la demande d'importations des partenaires des hubs commerciaux asiatiques (en pt)



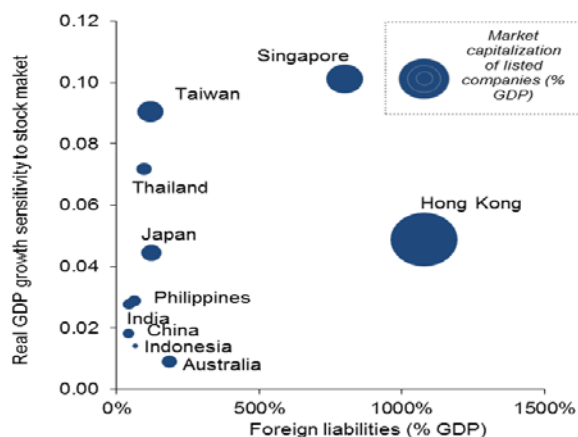
Source : Euler Hermes

Graphique 3 : La mise à niveau de la Chine en 7 indicateurs

	2010	2014
Medium - High Tech goods exports (% total goods exports)	56	57
Exports to Imports ratio for Medium - High Tech goods (in %)	150	172
Gross domestic spending on R&D (% GDP)	1.7	2.0
Researchers (per 1000 employed)	1.6	2.0
Resident patent applications (per 1000 people)	0.2	0.6
Profit in High Tech industry (RMB bn)	488	810
of which Electronic and Communication Equipment	223	374

Sources : Banque mondiale, OCDE, Chelem, Bureau national des statistiques, Euler Hermes

Graphique 4 : Indicateurs de vulnérabilité financière



Sources : IHS, Euler Hermes

problématiques de long terme (avec des dépenses technologiques). Nous tablons sur une modeste relance budgétaire de 0,5 pt de PIB cette année.

Au plan monétaire, Taiwan est nettement plus proactif. La Banque centrale a entamé un cycle d'assouplissement monétaire visant à stimuler la demande privée dès l'année dernière. Une nouvelle détente est probable d'ici fin 2016 (-25 pb), étant donné la faible croissance du PIB, le bas niveau d'inflation (+0,9 % en glissement annuel en juin) et le ralentissement du crédit (cf. graphique 6). A Singapour, face au recul de l'inflation et à l'atonie de la demande mondiale, l'Autorité monétaire a opté en avril dernier pour une politique de change plus favorable (non-appreciation du taux de change nominal effectif), ce qui devrait contribuer à alléger les pressions déflationnistes et rendre les exportations plus compétitives. Hong Kong sera le plus désavantagé. L'Autorité monétaire de Hong Kong a durci sa politique conformément à son régime de taux de change, et relevé les taux directeurs lors du premier tour de vis de la Fed. Si cette dernière maintient la fermeté de sa position, le coût de l'emprunt domestique restera élevé, ce qui freinera la croissance.

### Les stratégies de différenciation (à long terme) seront cruciales

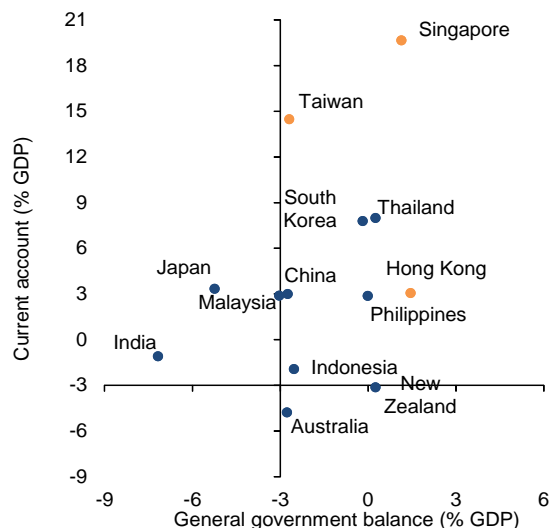
A plus long terme, la pérennité de la croissance dépendra de l'augmentation des investissements. Si la demande influe fortement sur la confiance des investisseurs, l'efficacité de la spécialisation aura une certaine importance.

A cet égard, Hong Kong est encore une fois à la traîne. Au cours des dernières années, l'économie n'a pas saisi l'opportunité de se diversifier et de progresser le long de la chaîne de valeur, et a même perdu son avantage concurrentiel dans le secteur électronique (cf. graphique 7), se concentrant sur ses complémentarités avec la Chine continentale (commerce de détail haut de gamme, secteur financier et activités logistiques). Ces secteurs ont bénéficié de l'essor de la classe moyenne et de l'émergence industrielle en l'absence de véritable marché financier. Or, le vent tourne sur tous les fronts avec le rattrapage de la Chine (de manière inégale en matière de croissance des revenus). La qualité de l'environnement des affaires, la forte ouverture financière et les solides compétences devraient permettre à Hong Kong de conserver sa position de centre financier stratégique pour les activités liées à la Chine. Toutefois, son extrême concentration (finance et Chine) accroît sa vulnérabilité.

Taiwan se trouve à une croisée des chemins. Les efforts considérables d'investissement en recherche et développement (cf. graphique 8) ont renforcé sa position sur la chaîne de valeur mondiale. Toutefois, sa forte exposition aux composants électroniques, sa dépendance aux débouchés chinois et la concurrence régionale croissante constituent autant de menaces. Le maintien de l'avantage concurrentiel en matière d'innovation sera déterminant et devrait s'accompagner d'une intégration supplémentaire de la chaîne de valeur, avec le développement d'industries en aval et une diversification accrue (partenaires et produits). Les autorités se sont engagées à développer les échanges commerciaux avec d'autres partenaires et à investir dans cinq industries innovantes, dont l'industrie technologique et biotechnologique (la Silicon Valley asiatique), les machines intelligentes, les énergies vertes, l'*Internet of Things* (IoT) et le secteur de la défense. Toutefois, la route sera longue.

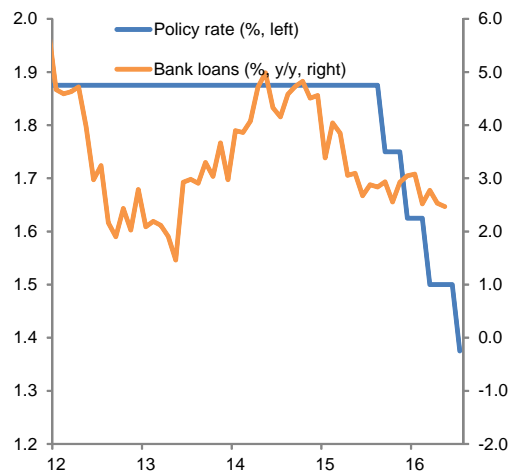
Singapour est le mieux placé pour le moment. L'économie bénéficie de liens économiques diversifiés (Etats-Unis, Japon, Chine, ASEAN et UE), d'un solide écosystème d'innovation (notamment universitaire), et

Graphique 5: Soldes budgétaires et courants (% du PIB)



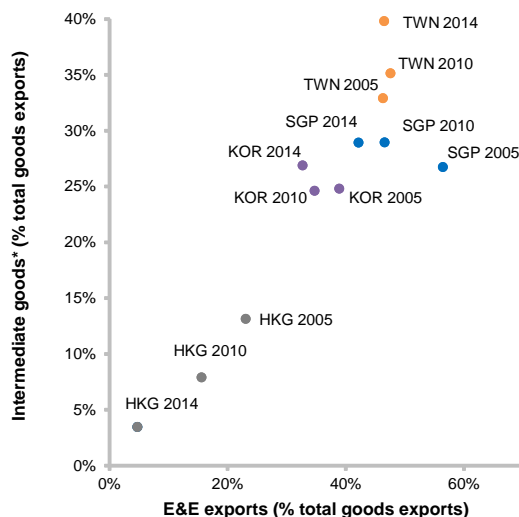
Sources : IHS, Euler Hermes

Graphique 6 : Politique monétaire (Taiwan)



Sources : IHS, Euler Hermes

Graphique 7 : Exportations de biens intermédiaires et Électroniques et électriques (E&E) (réexportations exclues)



N.B. : SGP= Singapour ; HKG= Hong Kong ; KOR= Corée du Sud ; TWN= Taiwan  
Sources : Chelem, Euler Hermes

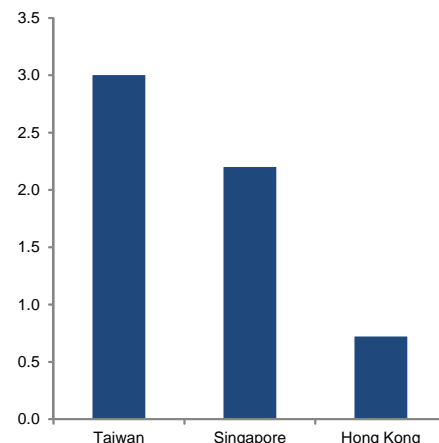
d'un excellent environnement des affaires, avec notamment des infrastructures logistiques de premier plan (cf. graphique 9). Singapour abrite des sociétés leaders dans le secteur biotechnologique et pharmaceutique, ainsi que dans l'électronique. En outre, les autorités continuent d'investir en infrastructures matérielles et immatérielles, en partenariats économiques (par exemple avec l'Afrique) et dans la stabilité de l'image du marché, ce qui devrait garantir la position de hub stratégique de Singapour.

#### Retombées indésirables : faillites attendues dans certains secteurs

Tandis que les Tigres asiatiques dessinent les contours de leur prochain modèle économique, les entreprises seront les principales victimes du mauvais temps. Les défaillances devraient augmenter de +15% à Singapour et à Hong Kong, et de +17% à Taiwan. La tendance est à la baisse pour le chiffre d'affaires des entreprises, en ligne avec la faiblesse de la production industrielle et des ventes au détail, ainsi qu'avec les pressions déflationnistes actuelles. Rien ne permet de prévoir un changement de la situation à court terme.

Les secteurs suivants sont les plus vulnérables : (i) les matériaux de base (pétrole et gaz, minerais), en particulier à Singapour, la chute des prix affectant la rentabilité ; (ii) le commerce de détail, en particulier à Hong Kong, qui pâtit de la baisse des arrivées de touristes en provenance de Chine continentale et de l'érosion de la compétitivité des prix ; (iii) l'électronique à Taiwan, la Chine ayant décidé de développer de nouvelles industries plus compétitives et plus haut dans la chaîne de valeur ; et (iv) l'immobilier et la construction, en raison de la composante importante de la dette financière. A Taiwan et à Singapour, ces secteurs ont commencé de s'ajuster grâce aux mesures proactives de modération telles que des régimes fiscaux défavorables et une politique monétaire plus prudente. A Hong Kong, le gouvernement a également déployé des mesures (droit de timbre spécial en 2012) visant à calmer la surchauffe des marchés, mais la faiblesse des taux d'intérêts a freiné l'ajustement. Face au durcissement des conditions de financement fin 2015, le marché a commencé à s'ajuster, comme l'illustrent les mesures relatives à la dette des ménages (cf. graphique 10).

Graphique 8 : Recherche et développement (% du PIB)



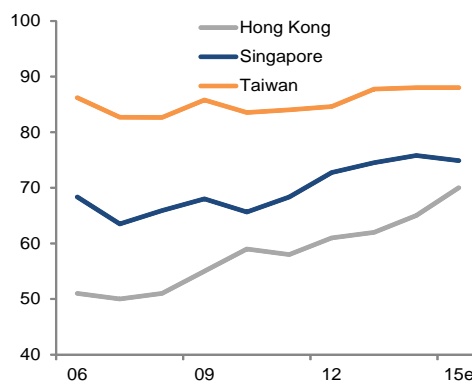
Sources : OCDE, FMI, Euler Hermes

Graphique 9 : Classement selon les enquêtes clés (1 = meilleure place)

	Indice de performance logistique	Doing Business
Singapour	5	1
Hong Kong	9	5
Japon	12	34
Taiwan	25	11
Chine	27	84

Sources : Banque mondiale, Euler Hermes

Graphique 10 : Dette des ménages (% du PIB)



N.B. : Pour Taiwan et Singapour, il s'agit du passif des ménages.  
Sources : Sources nationale, Euler Hermes

#### DISCLAIMER

Ces énoncés sont, comme toujours, soumis au disclaimer ci-dessous.

Le présent document est publié par Euler Hermes SA, membre d'Allianz, à des fins d'information uniquement et ne doit pas être considéré comme un conseil spécifique. Les destinataires doivent procéder à leur propre évaluation indépendante de ces informations et aucune action ne saurait être entreprise sur la seule foi de ces informations. Il est interdit de reproduire ou de communiquer le présent document sans notre consentement préalable. Il n'est pas destiné à être distribué dans une juridiction où sa distribution serait interdite. Bien que nous estimions que ces informations sont fiables, Euler Hermes n'a procédé à aucune vérification indépendante. Euler Hermes ne prétend ni n'offre aucune garantie (explicite ou implicite) quant à l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations et décline toute responsabilité quant aux pertes ou dommages qui pourraient résulter de l'utilisation qui est faite de ces informations ou du crédit qui leur est accordé. Sauf indication contraire, les opinions, prévisions ou estimations sont uniquement celles du département Économique d'Euler Hermes, à ce jour, et peuvent changer sans préavis. Euler Hermes SA est agréée par la France et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers.

© Copyright 2016 Euler Hermes. Tous droits réservés.

Consulter toute la recherche économique Euler Hermes en ligne

<http://www.eulerhermes.com/economic-research>

Contactez l'Équipe de recherche économique Euler Hermes

✉ [research@eulerhermes.com](mailto:research@eulerhermes.com)

Directeur de la publication Ludovic Subran, Chef économiste

✉ [ludovic.subran@eulerhermes.com](mailto:ludovic.subran@eulerhermes.com)