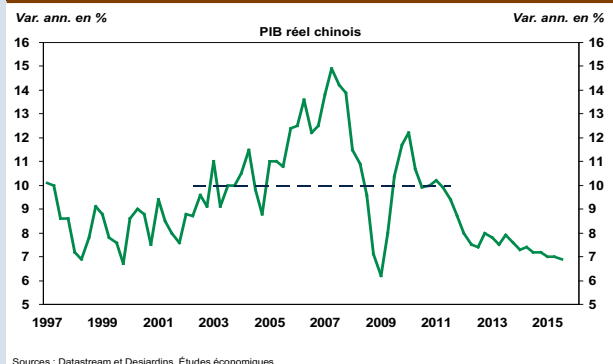


L'avenir incertain de l'économie chinoise Un modèle de développement qui a atteint ses limites

L'époque où l'économie chinoise progressait de plus de 10 % par année semble bel et bien révolue. La croissance économique du pays a décliné au cours des dernières années et elle se situe maintenant sous les 7 % (graphique 1). Ce *Point de vue économique* fait la lumière sur les causes profondes de ce ralentissement qui ont essentiellement trait à l'essoufflement du modèle de développement de la Chine. Des réformes apparaissent nécessaires pour redresser la situation à long terme, mais cela se ferait probablement au prix d'une période d'ajustement qui pénaliserait temporairement la croissance. Au final, nous ne prévoyons pas d'amélioration de la situation économique en Chine au cours des prochaines années et l'incertitude pourrait demeurer palpable.

Graphique 1 – La croissance économique ralentit en Chine

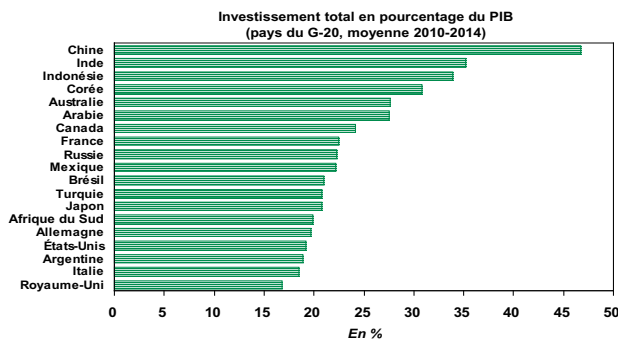


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

RETOUR SUR LE MODÈLE DE DÉVELOPPEMENT DE LA CHINE

L'essor économique de la Chine au cours des deux dernières décennies a reposé sur une recette bien particulière. L'économie est d'abord très intensive en investissements. Ces derniers comptent pour près de 45 % du PIB chinois, ce qui place le pays au premier rang parmi les principales puissances économiques (graphique 2).

Graphique 2 – Le poids de l'investissement est nettement plus élevé en Chine

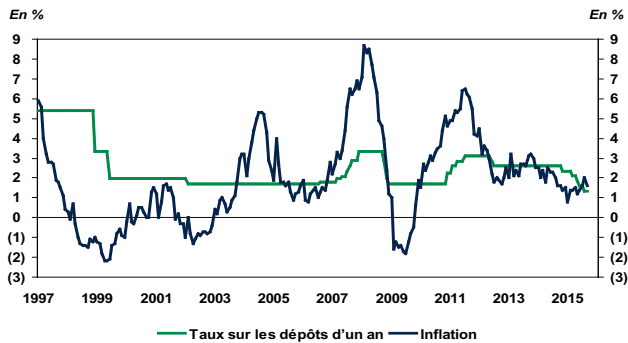


Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

Ces investissements nécessitent en retour d'importantes ressources financières, et au plus faible coût possible. La Chine parvient à combler ses besoins sans une entrée nette de capitaux étrangers. Elle compte plutôt sur la forte propension des ménages à épargner, qui, faute de mesures de sécurité sociale suffisantes, doivent se prémunir des conséquences des aléas de la vie et prévoir des revenus pour la retraite. L'épargne est principalement dirigée vers les banques alors que les autres possibilités de placement sont très peu développées. Entre autres, la taille de la Bourse et du marché obligataire demeure relativement petite en Chine, et la forte volatilité, comme celle observée pour la Bourse au cours de l'été, encourage les épargnants à opter pour la sécurité des dépôts bancaires.

Le contrôle des flux de capitaux internationaux par les autorités chinoises facilite la captation de l'épargne nationale à un faible coût. Même si le pays a souvent affiché des taux de croissance supérieurs à 10 % entre les années 2002 et 2011, les taux d'intérêt sont demeurés très faibles au cours de cette période, souvent inférieurs à l'inflation (graphique 3 à la page 2). Le contrôle des capitaux limite la capacité des

Graphique 3 – La Chine maintient artificiellement des taux d'intérêt très faibles



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

épargnants à placer leur avoir à l'extérieur du pays, là où ils pourraient obtenir des rendements plus élevés.

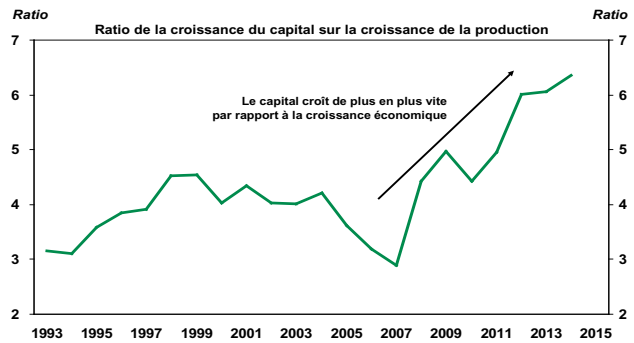
Une épargne élevée signifie aussi une consommation plus modérée, créant un déséquilibre par rapport à l'augmentation des capacités de production liée à l'investissement. Pour pallier la situation, la Chine doit exporter une partie de sa production et le recours à une politique de taux de change administré l'aide à maintenir un bilan positif au niveau de sa balance commerciale.

En dehors des mécanismes en place définissant le modèle chinois, la présence d'un important bassin de main-d'œuvre a été un soutien non négligeable à la croissance économique. Les flux migratoires aussi, car le déplacement de l'importante population rurale vers les zones urbaines industrialisées a amélioré la productivité par une utilisation plus efficace des travailleurs.

LE SURINVESTISSEMENT TESTE LES LIMITES DU MODÈLE

Même si ce modèle a permis un développement soutenu en Chine pendant de nombreuses années, cela ne garantit pas son infaillibilité, et les signes d'essoufflement s'accumulent. Parmi ceux-ci, le rendement des investissements est en nette baisse depuis quelques années. Cela peut être observé par l'évolution du ratio de la variation du stock de capital sur la variation du PIB (graphique 4). L'augmentation de ce ratio signifie que les investissements sont de moins en moins efficaces à générer de la croissance économique. Jusqu'à un certain point, le phénomène peut paraître normal. Si les premières routes, chemins de fer ou usines rapportent généralement beaucoup dans les premiers stades de développement d'un pays, à un certain moment, l'effet positif d'ajouter de nouvelles infrastructures ou capacités de production diminue. Le fait que l'investissement soit très intensif en Chine accélère et amplifie toutefois le résultat.

Graphique 4 – L'efficacité de l'investissement en Chine a fortement diminué ces dernières années

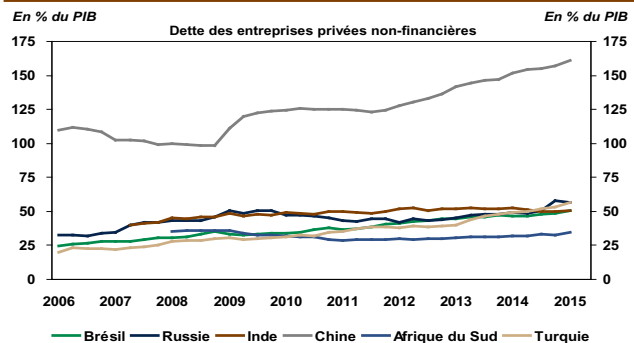


Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

Le problème est exacerbé par des déficiences au niveau des conduits de financement. Les banques chinoises, qui recueillent l'essentiel de l'épargne, sont souvent sous le contrôle direct ou indirect de l'État. Ainsi, l'ingérence politique garantit difficilement que les capitaux vont vers les projets les plus rentables. Le faible développement des marchés obligataires et boursiers s'ajoute aux lacunes.

Le surinvestissement a pour autre conséquence d'accélérer l'endettement. Comparativement à d'autres grandes économies émergentes, les entreprises chinoises sont nettement plus endettées (graphique 5), ce qui peut devenir particulièrement problématique dans un contexte où la rentabilité des investissements diminue. Un cercle vicieux peut prendre forme si, en réponse à la plus faible croissance économique, les autorités stimulent le crédit pour soutenir encore plus l'investissement, ce qui, au final, réduit davantage le rendement de l'investissement tout en augmentant l'endettement.

Graphique 5 – L'endettement des entreprises est particulièrement élevé en Chine

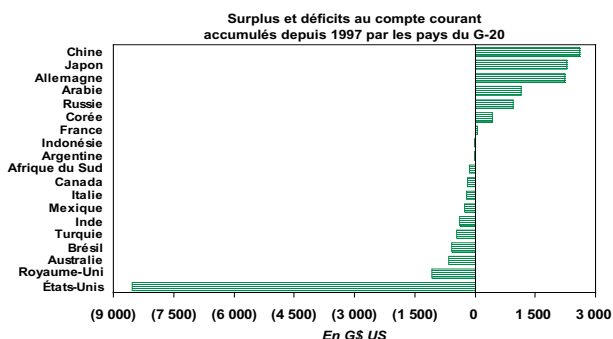


Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

UNE POLITIQUE DE TAUX DE CHANGE AUX EFFETS PERVERS

La politique de taux de change permettant à la Chine de maintenir un surplus commercial montre aussi des limites. Cette politique implique que d'autres pays doivent constamment dépenser plus qu'ils ne produisent. En d'autres mots, ils doivent s'endetter. Tôt au tard, ces pays devront réduire leur demande pour rembourser leurs emprunts ou, à tout le moins, limiter leur endettement. Cela forcerait les pays accumulant des surplus à trouver d'autres débouchés, notamment au niveau local. Depuis 1997, la Chine a accumulé des surplus au compte courant dépassant 2 600 G\$ US, ce qui la place au premier rang des pays du G20 après l'Allemagne et le Japon (graphique 6). À l'autre bout du spectre, les États-Unis ont accumulé des déficits totalisant plus de 8 500 G\$ US sur la même période. Si les Américains décidaient de moins s'endetter dans le futur, cela limiterait nécessairement la capacité de pays comme la Chine à maintenir un surplus commercial.

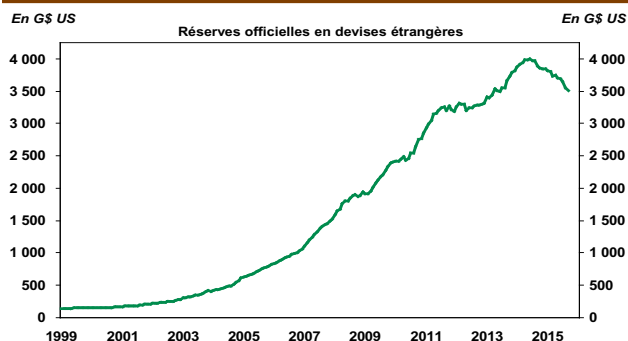
Graphique 6 – La Chine contribue aux déséquilibres mondiaux en maintenant artificiellement un surplus commercial



Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

La gestion du taux de change fait également subir des coûts à l'économie chinoise. Jusqu'en 2013, la Chine a accumulé d'importantes réserves en devises étrangères pour freiner l'appréciation de sa devise (graphique 7). Cette stratégie a

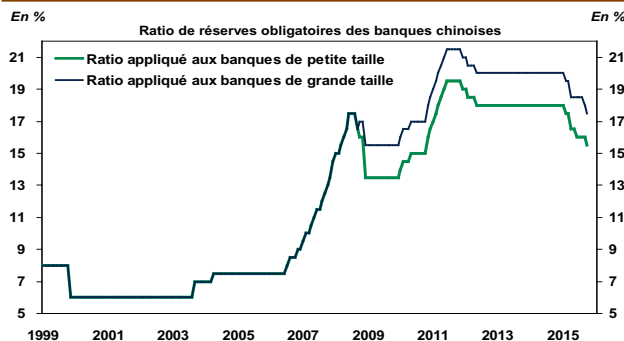
Graphique 7 – La Chine dispose d'importantes réserves de change



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

l'inconvénient d'accroître la base monétaire, ce qui est susceptible de générer de l'inflation et une appréciation réelle du taux de change. Pour contrer ces effets, les autorités monétaires doivent stériliser l'accumulation des réserves de change en retirant des liquidités du système financier. Le principal outil utilisé est le ratio de réserves obligatoires, lequel a atteint un maximum de 21,5 % en 2011 pour les grandes banques du pays (graphique 8). Cette stratégie affecte toutefois la rentabilité des banques et réduit leur capacité à faire face aux mauvaises créances. Par ailleurs, cela incite les banques à réduire les taux d'intérêt offerts aux déposants ou à augmenter les taux pour les emprunteurs. Même si les autorités monétaires réglementent fortement les taux de détail, les banques disposent d'une certaine marge de manœuvre.

Graphique 8 – Le ratio de réserves obligatoires a été relevé à plusieurs occasions pour stériliser les interventions de change



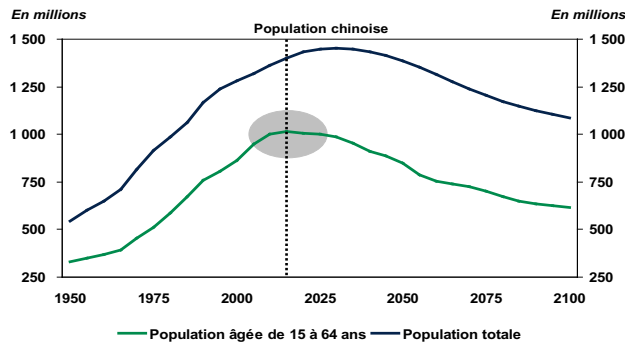
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Étant donné que le taux de change chinois est essentiellement fixé en fonction du dollar américain, l'appréciation généralisée du billet vert depuis l'an dernier a considérablement réduit la sous-évaluation du yuan chinois. Cela s'est notamment traduit par une réduction des réserves de change. Il ne faut cependant pas croire que le problème est résolu pour autant. La Chine entretient encore un important surplus commercial et le ratio de réserves obligatoires appliqué aux banques demeure très pénalisant. De plus, une éventuelle dépréciation du dollar américain serait probablement suffisante pour forcer la Chine à accumuler de nouvelles réserves de change.

UNE DÉMOGRAPHIE MOINS FAVORABLE

Il n'y a pas que les pays avancés qui subissent des changements structurels liés à leur démographie. La politique de l'enfant unique appliquée en Chine à partir de la fin des années 1970 a freiné la croissance de la population et un plafonnement de la population des 15 à 64 ans s'amorce déjà (graphique 9 à la page 4). La stabilisation de ce bassin de population laisse entrevoir une faible croissance du nombre de travailleurs et, par ricochet, une baisse du potentiel de

Graphique 9 – La population des 15 à 64 ans stagne en Chine

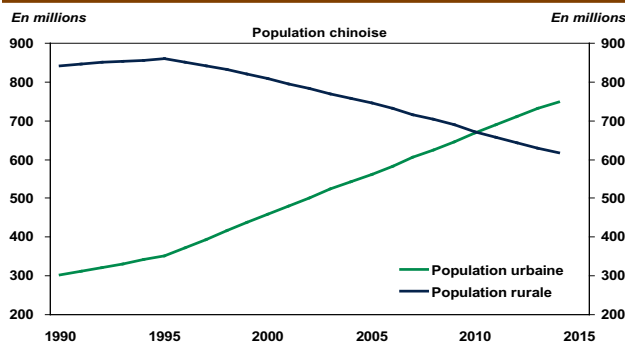


Sources : Organisation des Nations unies et Desjardins, Études économiques

croissance économique de la Chine. L'abandon récente de la politique de l'enfant unique ne changera pas la donne pour les 15 prochaines années.

La croissance économique demeure toutefois soutenue par les gains de productivité, dont ceux découlant de la migration de la population vers les zones urbaines. Même si la population urbaine a dépassé la population rurale en 2010 (graphique 10), la Chine est encore loin du taux d'urbanisation de 80 % qu'avoisinent les pays avancés.

Graphique 10 – La migration vers les zones urbaines se poursuit



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

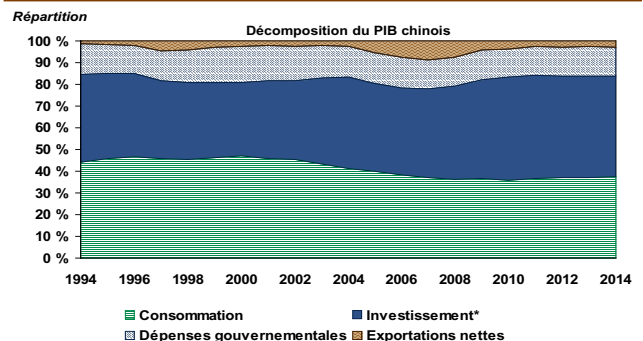
DEVANT LE RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE, DES RÉFORMES S'IMPOSENT

Le modèle de développement de la Chine montre des signes évidents d'essoufflement. Si rien n'est fait, la croissance économique pourrait continuer de s'effriter. Les autorités monétaires additionnent les mesures pour stimuler le crédit, comme des baisses de taux d'intérêt, mais ces interventions pourraient s'avérer nuisibles à long terme si elles ne font qu'entretenir un taux d'investissement déjà trop élevé. Dévaluer le taux de change pour accroître les exportations

ne semble pas non plus une stratégie durable. Les solutions doivent plutôt viser les problèmes structurels de l'économie chinoise.

Pour commencer, des réformes du système bancaire visant à le rendre plus compétitif et indépendant des décideurs publics seraient bienvenues pour améliorer l'allocation du capital et la rentabilité des investissements. Cependant, il serait tout de même préférable de réduire l'intensité des investissements et cela pourrait se faire en favorisant un plus grand apport de la consommation. Le poids des dépenses de consommation dans le PIB chinois est actuellement stable à environ 40 %, mais a déjà avoisiné 50 % (graphique 11). Une croissance reposant davantage sur la consommation réduirait aussi le besoin de maintenir un surplus commercial, car la hausse de la demande intérieure pourrait se substituer à une partie de la demande extérieure.

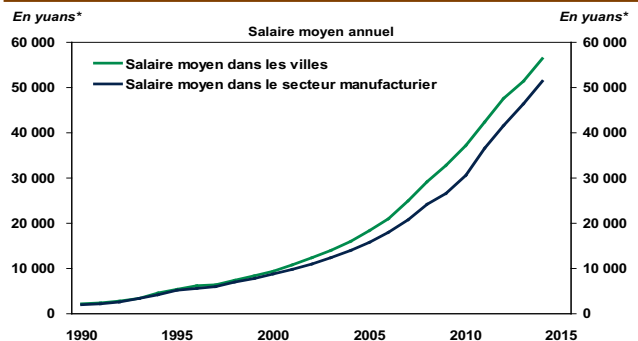
Graphique 11 – La part de la consommation demeure inférieure à celle de l'investissement et progresse peu



* Incluant variation des inventaires.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Le potentiel provenant de la consommation est d'autant plus grand que les ménages chinois sont généralement peu endettés et ont profité d'une progression importante du salaire moyen au cours de la dernière décennie (graphique 12).

Graphique 12 – La progression des salaires a été importante au cours des deux dernières décennies



* 1 000 yuans équivalents à environ 155 \$ US.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques



Des réformes sont toutefois nécessaires pour exploiter ce potentiel. Plus particulièrement, le développement de programmes sociaux et l'ajout de mesures de sécurité sociale pourraient réduire la propension des ménages à épargner et, par ricochet, stimulerait la consommation. Les dépenses gouvernementales augmenteraient aussi.

Pour maximiser les chances de succès du virage vers la consommation, des réformes encore plus profondes seraient probablement requises. Le développement des marchés obligataires et boursiers pour les rendre moins volatils et plus accessibles aux ménages permettrait d'accroître le rendement de leurs épargnes. L'effet de richesse ainsi généré stimulerait la consommation sans compter que ces canaux de financement pourraient améliorer l'allocation des ressources financières. Une plus grande libéralisation des mouvements de capitaux offrirait aussi d'autres opportunités de placement et contribuerait à l'effet de richesse. Enfin, l'abandon du régime de taux de change administré permettrait aux consommateurs de bénéficier d'une hausse de leur pouvoir d'achat lorsque le yuan s'apprécierait.

Il y a cependant un revers à la médaille. Plusieurs de ces réformes soulèvent des risques importants sur la stabilité économique et financière du pays à court terme. En particulier, les taux d'intérêt ne pourraient plus être maintenus artificiellement bas pour les épargnants qui auraient davantage de possibilités de placement. Le système bancaire devrait nécessairement s'ajuster en devenant plus compétitif et plus rentable. De plus, la hausse des taux d'intérêt et un resserrement du crédit pour les prêts à risque pourraient être difficiles à gérer pour les entreprises qui sont déjà fortement endettées. Il y aurait probablement des fermetures d'entreprises, surtout dans les secteurs soutenus par l'investissement, par les faibles taux d'intérêt ou par la politique de taux de change administré. Des travailleurs devraient se déplacer vers des industries davantage liées à la consommation où les perspectives de croissance seraient meilleures. Ces ajustements prendraient cependant du temps et se traduiraient à court terme par une hausse du chômage et par un freinage plus important de l'économie que dans un scénario où peu de réformes seraient adoptées.

PAS DE SCÉNARIO PARFAIT

Devant ces risques, la décision de réformer l'économie chinoise n'est pas un choix facile, même si cela demeure nécessaire à notre avis étant donné les gains qui en découleraient à long terme. Par ailleurs, le fait que la Chine dispose d'importantes réserves de change pourrait aider à stabiliser les flux de capitaux et à limiter les mouvements de taux d'intérêt pendant plusieurs trimestres, sinon quelques années. En revanche, cela signifie que le reste de l'économie mondiale devrait absorber une importante quantité

d'obligations gouvernementales, car ces obligations constituent l'essentiel de ces réserves. Le succès de la transformation de l'économie chinoise pourrait ainsi passer par le succès des pays avancés à se désendetter, à défaut de quoi l'équilibre mondial entre l'épargne et le crédit deviendrait favorable à une remontée des taux d'intérêt.

En l'absence du scénario parfait, les autorités chinoises préféreraient probablement y aller de façon très graduelle afin d'essayer d'atténuer les risques. Les réformes du système bancaire et l'ajout de mesures de sécurité sociale pourraient être les plus faciles à appliquer dans un premier temps. Par contre, l'abandon des contrôles de capitaux, notamment pour les ménages chinois, et la libéralisation du taux de change pourraient être beaucoup plus difficiles à concrétiser. Évidemment, en procédant de façon très graduelle, voire partielle, les effets bénéfiques prendraient plus de temps à se manifester et, par conséquent, la croissance économique chinoise pourrait encore fléchir et s'approcher de 6 %. Il sera donc difficile pour les autorités chinoises de contenir totalement l'incertitude.

Hendrix Vachon
Économiste senior