

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Le système financier chinois : plus vulnérable, mais encore résilient

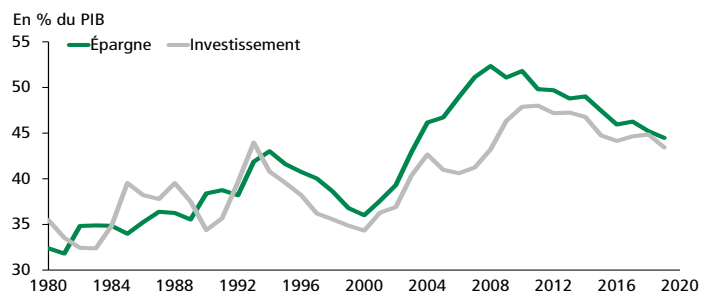
Le ralentissement plus rapide qu'attendu de l'économie chinoise en 2018 et en 2019 a amené des appréhensions concernant la santé de la plus grande économie mondiale. Alors que le ralentissement se faisait sentir globalement, la Chine a reçu une attention particulière vu son énorme poids dans l'économie mondiale et son système financier, qui commence à afficher quelques signes troubles. La situation est-elle inquiétante pour le reste de l'économie mondiale?

Avec le projet de transformer la Chine d'une économie manufacturière internationale à une économie de services axée sur la consommation intérieure, le gouvernement chinois avait planifié une décélération graduelle de l'économie qui est visible depuis la dernière décennie. Toutefois, le conflit commercial sino-américain et la conjoncture morose en 2018 et en 2019 ont amené un ralentissement plus rapide que prévu de l'économie chinoise. Les difficultés de cette dernière ont également attiré l'attention sur certaines vulnérabilités qui pourraient potentiellement causer une plus grande instabilité en Chine et dans le reste du monde. Le système financier de la Chine représente un important facteur de risque alors qu'il affiche des déséquilibres considérables.

Renversement du compte courant

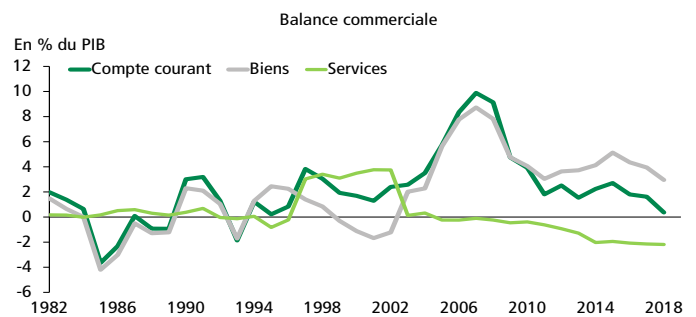
Depuis les années 1980, les investissements sont le principal engin de croissance de la Chine. Le taux d'épargne particulièrement élevé du pays (graphique 1) a pu financer les projets massifs d'investissements qui ont permis de développer son industrie manufacturière et les infrastructures nécessaires pour le commerce mondial sans trop dépendre des capitaux étrangers. Cela a permis au solde du compte courant de la Chine d'enregistrer d'importants surplus pendant plusieurs années (graphique 2). Toutefois, le ralentissement général du commerce international depuis la crise de 2008-2009, le vieillissement démographique en Chine et le passage à une économie plus axée sur la consommation intérieure, et donc moins sur l'épargne, ont renversé cette tendance. Le taux d'épargne s'est affaibli et les importations ont augmenté plus rapidement que les exportations, laissant place à une dégradation du solde du compte courant. Ce dernier devrait

GRAPHIQUE 1
La baisse du taux d'épargne implique une plus grande dépendance aux capitaux étrangers



Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 2
Les importants surplus du compte courant se sont effacés



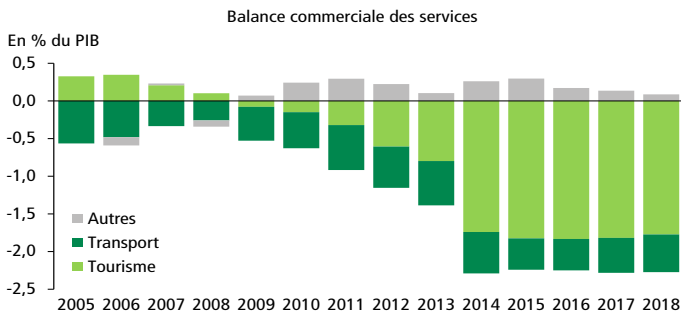
Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

François Dupuis, vice-président et économiste en chef • Mathieu D'Anjou, économiste en chef adjoint • Carine Bergevin-Chammah, économiste
 Desjardins, Études économiques : 514-281-2336 ou 1 866-866-7000, poste 5552336 • desjardins.economie@desjardins.com • desjardins.com/economie

NOTE AUX LECTEURS : Pour respecter l'usage recommandé par l'Office québécois de la langue française, nous employons dans les textes et les tableaux les symboles k, M et G pour désigner respectivement les milliers, les millions et les milliards. MISE EN GARDE : Ce document s'appuie sur des informations publiques, obtenues de sources jugées fiables. Le Mouvement des caisses Desjardins ne garantit d'aucune manière que ces informations sont exactes ou complètes. Ce document est communiqué à titre informatif uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente. En aucun cas, il ne peut être considéré comme un engagement du Mouvement des caisses Desjardins et celui-ci n'est pas responsable des conséquences d'une quelconque décision prise à partir des renseignements contenus dans le présent document. Les prix et les taux présentés sont indicatifs seulement parce qu'ils peuvent varier en tout temps, en fonction des conditions de marchés. Les rendements passés ne garantissent pas les performances futures, et les Études économiques du Mouvement des caisses Desjardins n'assument aucune prestation de conseil en matière d'investissement. Les opinions et les prévisions figurant dans le document sont, sauf indication contraire, celles des auteurs et ne représentent pas la position officielle du Mouvement des caisses Desjardins. Copyright © 2020, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

d'ailleurs bientôt s'installer durablement en terrain négatif. Même si les exportations de biens semblent rester importantes, le solde commercial des services est de plus en plus négatif. On remarque d'ailleurs que le tourisme contribue majoritairement à ce déficit (graphique 3) alors que l'enrichissement des Chinois amène ceux-ci à consommer des produits et services plus luxueux comme les voyages à l'étranger. Ce renversement de tendance n'est pas problématique pour l'instant, mais un déficit commercial récurrent réduira progressivement l'indépendance financière de la Chine alors qu'elle aura besoin d'attirer plus de capitaux étrangers afin de maintenir un taux d'investissement similaire. Sans une plus grande ouverture des flux de capitaux, cela pourrait être difficile. Cependant, elle pourrait aussi opter pour une réduction des investissements, en particulier ceux susceptibles d'être moins productifs.

GRAPHIQUE 3
Le tourisme est la principale cause du déficit commercial dans les services

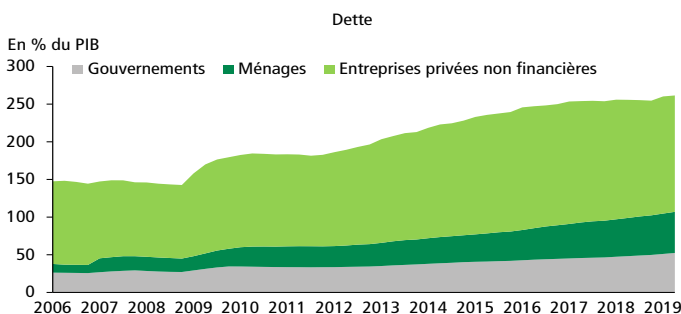


Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

Une dette qui pèse lourd

Le ratio d'endettement en Chine affiche une tendance haussière depuis 2009 et, excluant le secteur financier, la dette chinoise se retrouve maintenant à plus de 250 % du PIB (graphique 4).

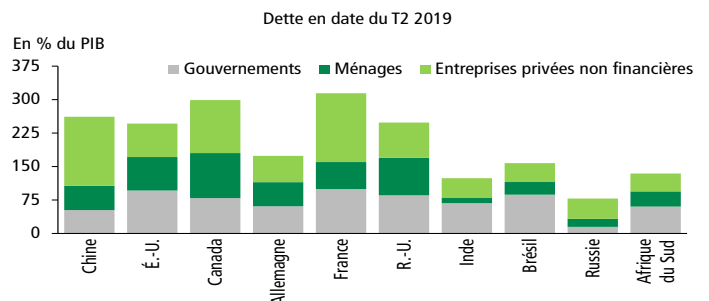
GRAPHIQUE 4
L'endettement en Chine poursuit sa tendance haussière



Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

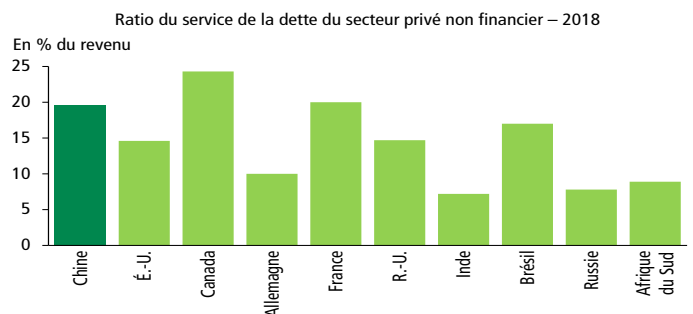
Ce niveau de dette élevé est également observé parmi les pays développés, mais est habituellement beaucoup plus rare dans les pays émergents (graphique 5). Une tendance haussière se fait voir dans tous les secteurs, mais les entreprises privées non financières ont émis la majorité de la dette chinoise. Un niveau de dette aussi élevé entraîne une plus grande vulnérabilité aux chocs économiques alors que la marge de manœuvre financière du secteur privé est de plus en plus limitée. D'ailleurs, une grande part du revenu des ménages et des entreprises privées non financières était consacrée au service de la dette en 2018 (graphique 6). Même si, dans l'ensemble de l'économie, le paiement des intérêts sur la dette reste mineur, le fardeau est particulièrement pénalisant pour le secteur privé. Cette situation limite la capacité des entreprises et des ménages à emprunter davantage, surtout face à des chocs économiques et financiers. Des conséquences plus directes de cet endettement élevé des entreprises commencent à faire surface, avec le nombre de défauts corporatifs qui a bondi depuis 2018 (graphique 7 à la page 3). La présence d'un système bancaire parallèle considérable a certainement alimenté l'expansion du crédit en Chine. Quoique

GRAPHIQUE 5
L'endettement chinois est élevé par rapport aux autres pays du BRICS



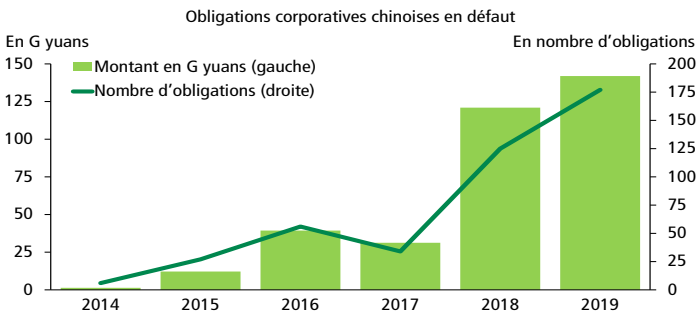
BRICS : Brésil, Russie, Inde, Chine, Afrique du Sud
Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 6
La dette chinoise pèse sur le secteur privé



Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

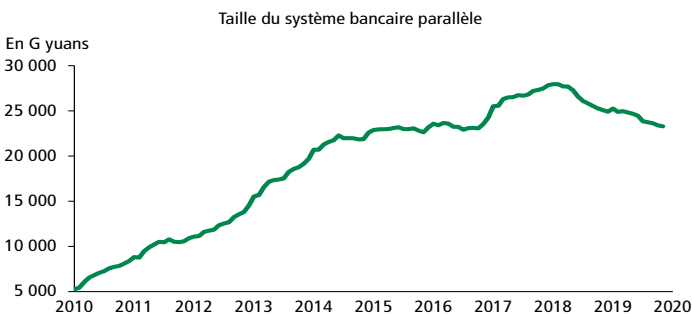
GRAPHIQUE 7
Le nombre de défauts corporatifs a augmenté considérablement depuis les deux dernières années



Sources : Caixin et Desjardins, Études économiques

les mesures répressives introduites contre ce secteur par le gouvernement depuis 2018 semblent avoir eu un effet, les prêts émis par le système bancaire parallèle, souvent associé à un haut risque d'instabilité financière, demeurent élevés (graphique 8).

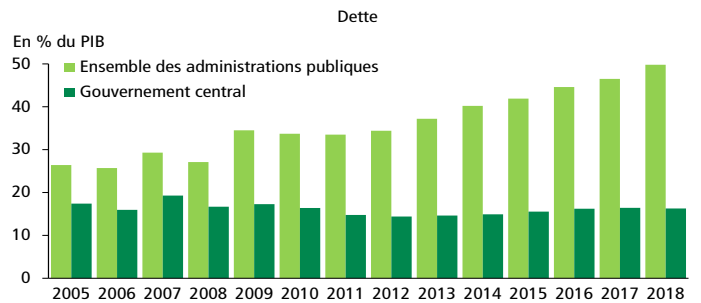
GRAPHIQUE 8
Les mesures pour freiner le système bancaire parallèle semblent être efficaces, mais son ampleur demeure considérable



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

La dette souveraine chinoise a également évolué à la hausse et a atteint 50 % du PIB en 2019. Ce niveau n'est pas particulièrement élevé lorsqu'on le compare à d'autres pays émergents. Toutefois, les difficultés économiques chinoises et les efforts du gouvernement pour soutenir l'économie indiquent que le portrait risque encore de se détériorer. La dette du gouvernement central est cependant restée relativement stable et faible par rapport au PIB, ce qui implique que ce sont les gouvernements locaux qui ont contribué à la hausse de l'endettement (graphique 9). L'investissement massif en infrastructures des différentes provinces et municipalités n'a pas apporté de retombées économiques assez importantes pour stabiliser le ratio de la dette. En effet, certains de ces investissements ont servi à construire des routes inutilisées ou des villes inhabitées, ce qui n'a pas pu se traduire en gains de productivité et n'a servi qu'à gonfler temporairement le PIB. Pour l'instant, le gouvernement chinois détient encore des moyens

GRAPHIQUE 9
La hausse de la dette souveraine provient des gouvernements locaux



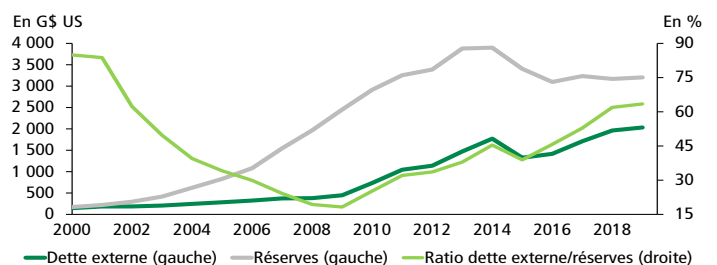
Sources : National Bureau of Statistics of China, Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

suffisants pour faire face à des chocs économiques négatifs. Toutefois, un endettement grandissant des autorités locales viendrait limiter de plus en plus les capacités de celles-ci de financer des projets d'infrastructure dans le cadre de mesures expansionnistes et pourrait même éventuellement conduire à des défauts.

L'intégration au système financier mondial demeure limitée

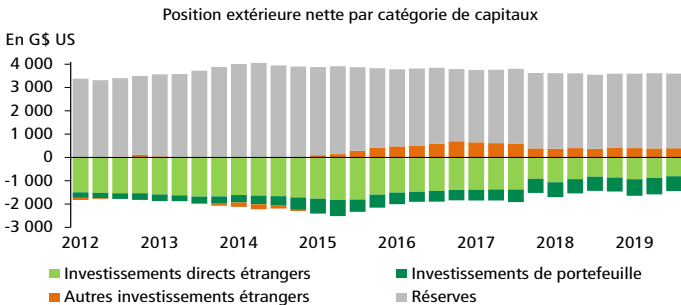
Malgré son importance parmi l'économie mondiale, la Chine n'est pas encore très intégrée dans le système financier international. Sa dette externe a augmenté, certes, mais elle demeure faible en ce qui concerne son PIB ou même ses réserves d'actifs étrangers (graphique 10). La grande majorité de la dette chinoise est donc encore financée à l'échelle nationale. D'ailleurs, même si des sorties importantes des capitaux étrangers arrivaient, les réserves de la Chine seraient encore amplement suffisantes pour les compenser (graphique 11 à la page 4). Les investissements directs étrangers représentent présentement plus de la moitié de l'encours de capitaux étrangers en Chine. Ceux-ci sont normalement considérés comme moins sujets à des désinvestissements soudains vu le coût élevé de les déplacer. Toutefois, la libéralisation des flux de capitaux introduite au cours

GRAPHIQUE 10
Malgré la hausse de la dette externe en Chine, elle reste modérée par rapport aux réserves



NOTE : Les données pour 2019 s'arrêtent au troisième trimestre.
 Sources : Banque mondiale, State Administration of Foreign Exchange et Desjardins, Études économiques

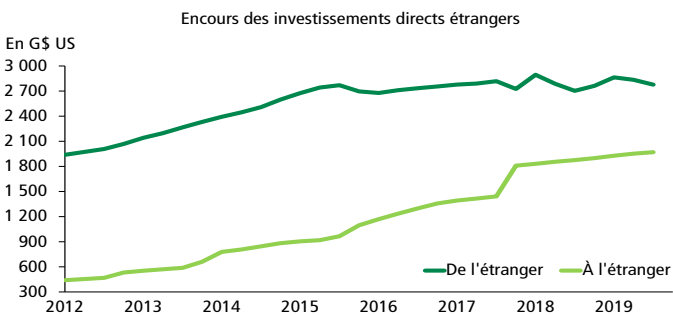
GRAPHIQUE 11
Les réserves d'actifs étrangers de la Chine sont amplement suffisantes pour couvrir une fuite de capitaux potentielle



Sources : State Administration of Foreign Exchange et Desjardins, Études économiques

des dernières années a amené plus d'investissement chinois à l'extérieur du pays avec la Chine, qui détient maintenant presque autant d'investissement direct à l'international que ceux détenus par des investisseurs étrangers en Chine (graphique 12). La Chine pourrait renverser certaines mesures de libéralisation afin d'empêcher les capitaux de sortir du pays, ce qui permettrait de combler les besoins de financement locaux.

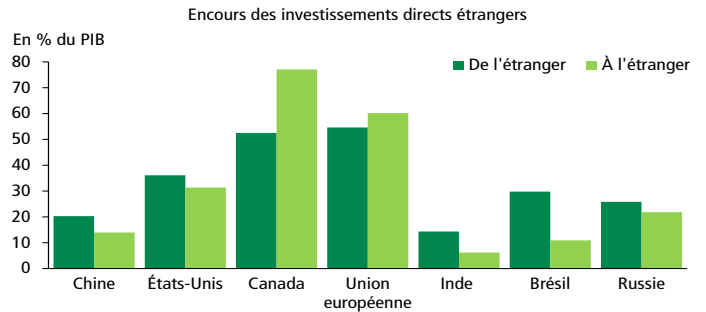
GRAPHIQUE 12
Les Chinois investissent de plus en plus à l'étranger



Sources : State Administration of Foreign Exchange et Desjardins, Études économiques

Un aspect qui reste toutefois à surveiller est la qualité des capitaux chinois dans les autres pays, surtout parmi les économies émergentes d'Afrique subsaharienne et d'Amérique latine. Certains des pays ayant reçu des capitaux chinois ont des niveaux de dette très élevés et une situation politique et économique instable. Quoique la valeur de ses investissements directs à l'étranger demeure relativement modérée par rapport à la taille de l'économie chinoise (graphique 13), la Chine est maintenant un peu plus vulnérable aux chocs financiers étrangers.

GRAPHIQUE 13
Les investissements directs étrangers demeurent généralement faibles par rapport au PIB de la Chine



Sources : Organisation de coopération et développement économiques et Desjardins, Études économiques

Conclusion

Le système financier chinois semble encore résilient alors que le pays détient d'amples réserves et que sa dette est principalement financée par l'épargne nationale. Malgré la libéralisation des flux de capitaux, son marché demeure relativement fermé. Des démarches ont récemment été entamées, avec la signature de l'entente commerciale entre la Chine et les États-Unis, pour ouvrir une partie du système bancaire chinois aux institutions américaines. L'effet de cette ouverture reste encore à voir. Somme toute, il semble que le système financier en Chine devient de plus en plus vulnérable à un choc potentiel et, sans réforme sérieuse pour redresser l'endettement et son système bancaire, le risque d'une crise financière pourrait augmenter au cours de la prochaine décennie. À plus court terme, les liens entre la Chine et le système financier mondial sont encore limités et les effets d'un choc financier en Chine seraient principalement ressentis à l'interne. À l'externe, nous pourrions surtout observer des ajustements plus marqués sur le plan de la demande pour les matières premières et sur les prix mondiaux de celles-ci. Les producteurs de ces matières premières, comme le Canada, pourraient également être pénalisés.

Carine Bergevin-Chammah, économiste