

Le rééquilibrage de l'économie chinoise



Entrée d'un centre commercial dans le quartier de Wanfujing, Beijing.

Jahangir Aziz et Steven Dunaway

EN VINGT ans, la Chine a augmenté le PIB mondial d'environ 2.000 milliards de dollars, créé 120 millions d'emplois et fait sortir de la pauvreté 400 millions de personnes. C'est comme s'il apparaissait chaque année une économie de la taille de celle du Portugal, créant autant de postes que le total des personnes employées en Australie et éradiquant la pauvreté à la fois en Éthiopie, au Nigéria, en Tanzanie et en Zambie. Ces dernières années, la Chine a connu une croissance annuelle supérieure à 10 % tout en maintenant l'inflation au-dessous de 3 %. C'est aujourd'hui la quatrième économie et la troisième puissance commerciale du monde.

Malgré ces réussites remarquables, l'état de l'économie soulève de plus en plus de préoccupations en Chine et à l'étranger. En mars dernier, devant l'Assemblée populaire nationale, le Premier ministre Wen Jiabao déclarait : «le principal problème de l'économie chinoise est que la croissance n'est ni stable, ni équilibrée, ni coordonnée, ni viable». Plus généralement, la question est de savoir si le rythme de croissance est viable ou si les déséquilibres de l'économie peuvent provoquer un ralentissement marqué. C'est pourquoi les responsables chinois cherchent à rééquilibrer l'économie en axant davantage la croissance sur la consommation et moins sur les exportations et les investissements.

Quelles sont les causes profondes de ces déséquilibres et comment y remédier? Ce sont des questions essentielles pour la Chine mais aussi pour beaucoup d'autres pays, dont la prospérité est liée à celle de la Chine. En effet, la croissance a

renforcé l'impact économique de la Chine, à cause de ses énormes déséquilibres commerciaux, de son taux de change ou de ses besoins énormes et croissants de ressources et de nourriture. On émet beaucoup d'idées sur la politique que la Chine doit adopter pour rééquilibrer son économie; certains prétendent même que le rééquilibrage se fera «naturellement» sous l'effet des forces du marché (voir «Résoudre le casse-tête économique chinois», p. 32). Nous ne le pensons pas et nous proposons une démarche fondée sur la politique monétaire, la libération des prix, la réforme du marché financier et la modification de la politique des dépenses publiques.

Origines de la croissance

On divise généralement la libéralisation de la Chine en trois phases : les réformes de 1978, 1984 et 1994 qui ont chacune ouvert davantage l'économie. Les réformes de 1994 avaient trois axes : unification des taux de change et suppression des restrictions aux paiements sur les échanges de biens, de services et de capitaux, ouverture du secteur des exportations à l'investissement direct étranger, enfin, réforme des entreprises d'État. Les deux premières réformes ont transformé le secteur des exportations en un puissant moteur de croissance et la troisième a libéré l'esprit d'entreprise.

Les firmes étrangères, par elles-mêmes ou sous la forme de coentreprises, ont utilisé la main-d'œuvre chinoise peu coûteuse mais qualifiée pour faire de la région côtière l'«atelier du monde» et un maillon essentiel de la chaîne mondiale de l'offre. Quant aux entreprises chinoises, libérées de

Le miracle économique chinois pourrait être menacé, à moins d'accroître la consommation intérieure

responsabilités sociales coûteuses et de la nécessité de partager les bénéfices avec l'État, elles ont commencé à investir dans les nouvelles technologies, à se développer rapidement et à chercher de nouveaux marchés. Les sociétés privées ont elles aussi prospéré. De nombreuses incitations émanant des administrations centrale et locales, sous la forme d'allègements fiscaux, de terrains et de services d'utilité publique peu coûteux, ont permis de serrer les prix à la production et d'augmenter les bénéfices pour pouvoir réinvestir.

Comme la réglementation des opérations en capital et le sous-développement du marché financier limitaient les choix d'investissement, l'énorme masse de l'épargne chinoise offrait à ces entreprises une source captive et peu coûteuse de financement par l'intermédiaire d'un système bancaire contrôlé par l'État. Ainsi, la Chine a connu une expansion sans précédent, tirée par l'investissement et les exportations. Toutefois la consommation n'a pas suivi le rythme de la création de capacités due à l'explosion de l'investissement. En conséquence, la part de l'investissement dans le PIB s'est accrue, tandis que celle de la consommation diminuait, avec en contrepartie une augmentation de l'excédent commercial (graphique 1).

La croissance s'accélère, les déséquilibres se creusent

On peut craindre que la croissance rapide ne ralentisse, peut-être même fortement, si l'expansion continue de la capacité provoque des baisses de prix qui réduiraient les bénéfices, multiplieraient les pertes sur prêts et mineraient la confiance des investisseurs. À mesure que les déséquilibres se creusent, cette évolution devient de plus en plus probable. Si l'économie mondiale ralentissait en même temps et si la concurrence des autres pays s'intensifiait, les firmes chinoises auraient beaucoup plus de mal à écouler leurs produits à l'extérieur sans baisser fortement leurs prix. De plus, une montée du protectionnisme chez les partenaires commerciaux de la Chine pourrait aggraver les choses.

Pourtant beaucoup d'économies prospères d'aujourd'hui doivent leur réussite à cette stratégie. En fait, la stratégie de croissance des exportations appuyée par une épargne et des investissements intérieurs abondants convenait bien à la Chine au début des années 90. Elle lui a remarquablement réussi. Toutefois, la situation a beaucoup changé depuis 1990, époque où l'économie chinoise était peu développée et commençait tout juste à s'ouvrir en important des intrants élaborés et en les assemblant pour fabriquer des biens

de consommation destinés à l'Ouest. Aujourd'hui l'activité de montage représente moins de 10 % de l'excédent commercial chinois qui se monte à 250 milliards de dollars. Les exportations se sont orientées vers des produits nouveaux et complexes dans lesquels la part des intrants locaux s'accroît. La Chine est aussi devenue un acteur de premier plan sur de nombreux marchés. Auparavant les entreprises chinoises pouvaient assez facilement augmenter leur part de marché, mais elles devront probablement baisser leurs prix si elles veulent continuer à se développer. Or, si les baisses requises pour vendre le surcroît de production s'avéraient importantes, beaucoup d'investissements d'aujourd'hui ne seraient plus viables et engendreraient les défauts de paiement de demain.

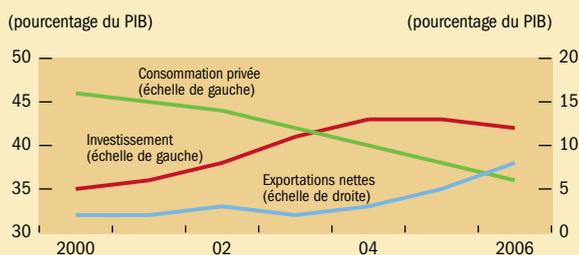
Pourquoi tant d'investissements? Il n'y a pas de secret. Les profits des sociétés chinoises ont bondi depuis quelques années, ce qui suggère que les rendements des investissements sont attractifs. C'est dû en partie au faible coût des intrants essentiels, y compris l'énergie, les services d'utilité publique, les terrains et la pollution. Pourtant le principal facteur est peut-être le faible coût du capital. L'investissement représente presque 45 % du PIB chinois et il est financé à 90 % de l'intérieur (l'épargne nationale atteint 55 % du PIB). L'investissement direct étranger ne représente que moins de 5 % du PIB. Les prêts des banques chinoises et le réinvestissement des entreprises satisfont l'essentiel des besoins de financement. Les taux des prêts bancaires sont bas à cause de la faiblesse des taux créditeurs imposés par l'État.

Depuis la réforme, l'État ne demande pas de dividendes aux entreprises publiques, pas même si elles sont cotées et versent des dividendes à leurs actionnaires privés. Les bénéfices sont soit réinvestis soit laissés sur des comptes de dépôt peu rémunérateurs. Le gonflement de l'épargne des entreprises est la cause principale de la hausse de l'épargne globale en Chine. L'épargne des entreprises est à peu près égale à celle des ménages, à environ 23-24 % du PIB. Les faibles taux créditeurs et l'autofinancement ont maintenu le coût des investissements à un faible niveau. Tandis que la croissance réelle était de 10 % en moyenne, le coût réel de l'investissement tournait autour de 1-2 %. Dans les économies avancées l'écart est négligeable. Il est positif dans la plupart des économies de marché émergentes, mais nulle part autant qu'en Chine (graphique 2). Il n'est donc pas étonnant que la croissance des investissements soit

Graphique 1

Déséquilibre

La consommation n'a pas suivi l'augmentation des capacités, créant ainsi un excédent commercial croissant.



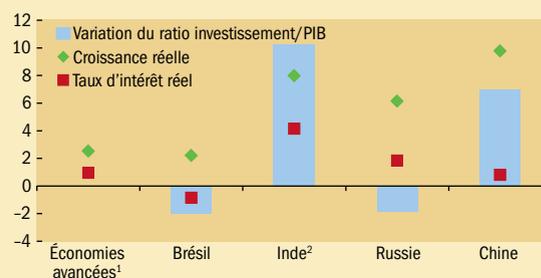
Sources : CEIC Data Co. Ltd.; autorités chinoises; estimations des services du FMI.

Graphique 2

Une forte incitation à investir

Le grand écart entre les coûts d'investissement et la croissance du PIB réel explique la forte proportion des investissements dans la production totale.

(pourcentage, moyenne 2001-05)



Sources : FMI, Perspectives de l'économie mondiale; estimations des services du FMI.

¹Selon la définition des Perspectives de l'économie mondiale.

²Moyenne 2004-05.

Une consommation à la traîne

En Chine, la consommation est nettement inférieure à celle des autres grandes économies.
(pourcentage du PIB de 2004)

	Revenu disponible des ménages	Impôt sur le revenu des particuliers ¹	Consommation des ménages/ revenu disponible	Revenu du travail	Consommation personnelle	Consommation de l'État, santé et éducation	Consommation ajustée ²
États-Unis	74	9	95	57	70	10	80
Royaume-Uni	66	10	98	56	65	12	77
Italie	67	...	90	42	60	12	72
Australie	58	12	103	49	60	11	71
Inde	84	2	76	...	67	4	70
Allemagne	66	9	88	51	57	6	63
Canada	58	12	96	50	56	7	63
France	62	8	90	52	56	6	62
Japon	59	8	96	51	57	5	61
Corée	54	3	95	44	51	5	56
Chine	60	1	69	56	41	3	44

Sources : OCDE; CEIC Data Company Ltd; estimations des services du FMI.

Note : ... signifie «non disponible».

¹Chiffres de 2003.

²Consommation personnelle et consommation de l'État en matière de santé et d'éducation.

beaucoup plus rapide en Chine et que leur part dans le PIB soit l'une des plus élevées du monde.

Le coût du capital n'est pas seulement bas, il diminue relativement aux salaires malgré l'abondante main-d'œuvre. Donc, comme le prévoit la théorie économique, la production est de plus en plus orientée vers les activités à forte intensité capitaliste et la création d'emplois ralentit. Dans la plupart des pays, une croissance de 3-4 % du PIB s'accompagne d'une croissance de 2-3 % de l'emploi, mais en Chine une croissance du PIB de 10 % ne provoque qu'une croissance de 1 % environ de l'emploi (graphique 3). En outre, la sous-évaluation du taux de change et le fait que les investisseurs n'anticipent généralement qu'une appréciation graduelle ont biaisé les investissements en faveur des exportations et du remplacement des importations, augmentant encore l'excédent commercial.

Pourquoi si peu de consommation? Bien que la consommation ait progressé de 8 % en termes réels depuis le début des années 90, elle n'a pas suivi la croissance du PIB. La part de la consommation des

particuliers dans le PIB a diminué de plus de 12 points, tombant à 40 % environ, l'un des niveaux les plus bas du monde (voir tableau). Si l'épargne des ménages est élevée en Chine et augmente un peu depuis quelques années, cela n'explique qu'environ 1 point de la chute. Elle est presque totalement imputable à la baisse de la part du revenu national qui va aux ménages, y compris les salaires, le revenu des investissements et les transferts publics. Dans beaucoup de pays la part des salaires a décliné. Toutefois, dans la plupart, le revenu global des ménages s'est assez bien maintenu parce que l'augmentation des dividendes et du revenu des intérêts a compensé la diminution de la part des salaires. En Chine cependant, le revenu des investissements des ménages est tombé de plus de 6 % du PIB au milieu des années 90 à moins de 2 % aujourd'hui, surtout à cause de la faiblesse des taux créditeurs et du petit nombre d'actions détenues par les ménages (directement ou par l'intermédiaire d'investisseurs institutionnels). En outre, dans la plupart des pays, les bénéfices des entreprises publiques sont transférés à l'État, qui les utilise pour offrir aux ménages des biens collectifs comme la santé et l'éducation et des transferts de revenu. En Chine, l'État ne reçoit aucun dividende et les transferts aux ménages ainsi que les dépenses publiques de santé et d'éducation ont diminué.

Pourquoi le rééquilibrage ne se fera pas tout seul

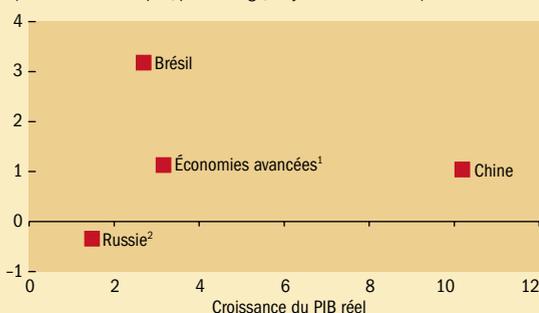
La solution semble évidente : axer la croissance sur la consommation et non plus sur l'investissement et les exportations. Certains analystes estiment que ce n'est pas un véritable problème et affirment que le cycle normal rééquilibrera l'économie. Selon eux, pendant les remontées, les firmes investissent et se développent, augmentant la demande de ressources comme le capital et la main-d'œuvre. Cela accroît le coût des facteurs, diminue les profits et ralentit les investissements. Les entreprises les moins productives sortent du marché, la croissance ralentit et les prix se stabilisent.

Toutefois, cet argument n'est pas valable dans le cas de la Chine. Les mouvements cycliques se produisent généralement dans des économies avancées où les marchés sont développés et où les prix fournissent rapidement des signaux qui permettent aux entreprises et aux ménages de s'adapter sans heurts. Or, en Chine les marchés ne

Graphique 3

Trop peu d'emplois

Malgré le vif essor du PIB, la création d'emplois piétine.
(croissance de l'emploi, pourcentage, moyenne 1992-2006)



Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*; estimations des services du FMI.

¹Selon la définition des *Perspectives de l'économie mondiale*.

²Moyenne 1993-2006.

sont pas développés et les prix ne reflètent pas vraiment les conditions sous-jacentes de l'offre et de la demande sur les principaux marchés. Ils sont influencés, à des degrés divers, par l'État. Par conséquent, le rééquilibrage nécessite une intervention de l'État sous la forme de changements de politique et de réformes. L'intervention doit suivre quatre grandes étapes :

«La solution évidente consiste à relever le plancher des taux créditeurs et le plafond des taux débiteurs et à laisser le taux de change s'apprécier plus rapidement.»

Premièrement, augmenter le coût du capital. Dans l'immédiat, seuls les taux d'intérêt et le taux de change permettront de juguler la croissance des investissements et l'accroissement des prêts bancaires qu'elle entraîne. Pendant la plus grande partie des trois dernières années, le freinage des investissements a constitué l'objectif principal de la politique macroéconomique. Les autorités chinoises ont aussi essayé de contrôler directement les investissements en utilisant une combinaison de mesures administratives et de prêts bancaires «guidés», mais le problème n'est pas vraiment résolu. La Chine doit recourir davantage à la politique monétaire pour freiner la croissance de l'investissement et du crédit en augmentant le coût du capital, principale raison du gonflement de l'investissement. Toutefois, les autorités craignent que, si elles contrôlent étroitement la monnaie, la hausse des taux d'intérêt n'encourage des entrées de capitaux qui apporteront des liquidités au système bancaire, dont l'absorption nécessiterait une nouvelle hausse des taux d'intérêt. Le gouvernement chinois n'impose pas seulement un plafond sur les taux créditeurs, il fixe un plancher sur les taux débiteurs et contrôle étroitement le taux de change, même après les changements apportés au régime de change en 2005.

La solution évidente consiste à relever le plancher des taux créditeurs et le plafond des taux débiteurs et à laisser le taux de change s'apprécier plus rapidement. Cela fournira la marge dont le resserrement monétaire a besoin pour être efficace. Non seulement le coût financier du capital augmentera, mais à moyen terme la hausse de la monnaie permettra de contenir les investissements dans les secteurs d'exportation et de remplacement des importations tout en augmentant le revenu des ménages. La politique économique doit avoir pour objectif que les taux d'intérêt et le taux de change soient de plus en plus déterminés par le marché, afin que les prix fournissent aux investisseurs et aux ménages des signaux précis.

Deuxièmement, libérer les prix. Le resserrement monétaire ne suffira pas à freiner la croissance des investissements. Il faut aussi que les autres prix essentiels de l'économie reflètent les conditions du marché et le coût sous-jacent des ressources. Depuis quelques années, le gouvernement augmente le prix des terrains industriels, de l'électricité et de l'essence et, chose importante, met en place des

normes environnementales plus strictes et fait mieux respecter la lutte contre la pollution. Son objectif qui consiste à diminuer de 20 % en cinq ans l'utilisation de l'énergie par unité de PIB doit permettre non seulement d'améliorer l'efficacité énergétique et de réduire la pollution, mais aussi de freiner la croissance de l'investissement en augmentant les coûts des entreprises.

Sur le plan fiscal, le gouvernement unifie le taux de l'impôt sur les bénéfices, mais il doit aussi supprimer les incitations fiscales et autres en faveur de l'investissement qui ont proliféré depuis deux décennies, surtout au niveau local. L'augmentation du coût du capital nécessite aussi que le gouvernement impose une meilleure gouvernance aux entreprises publiques, notamment qu'il demande aux sociétés rentables de transférer des dividendes au budget. Un programme pilote est prévu dans lequel certaines entreprises publiques verseraient des dividendes au budget en 2008, pour la première fois depuis 1994. C'est un pas dans la bonne direction, mais il faut étendre ce programme, surtout aux sociétés citées qui doivent verser à l'État les mêmes dividendes qu'à leurs actionnaires privés.

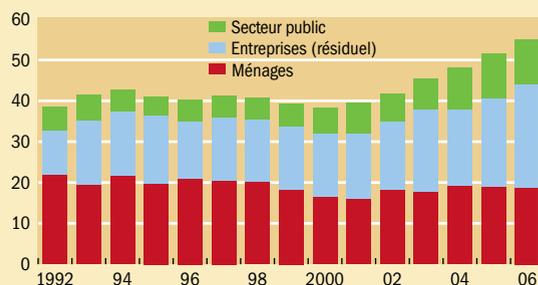
Troisièmement, réformer les marchés financiers. Si les lacunes de la gouvernance des sociétés publiques par l'État leur ont permis d'accumuler une épargne abondante, les entreprises privées, surtout petites et moyennes, ont fait de même, parce que les insuffisances de l'intermédiation financière limitaient leur accès au crédit bancaire (Aziz, 2006). Au début des années 2000, la Chine a lancé un programme ambitieux de réforme bancaire et a beaucoup progressé dans l'assainissement des prêts non performants, la recapitalisation des banques et l'ouverture du secteur à la participation et à la concurrence étrangère. Cela a rendu les banques prudentes, à cause de la faiblesse de leurs systèmes internes de gestion et d'évaluation du risque, et elles ont continué d'offrir leur crédit de préférence aux grandes entreprises publiques riches en trésorerie aux dépens des firmes privées et des ménages. Comme les marchés d'obligations et d'actions sont peu développés aussi, ils n'ont pas constitué une source alternative de financement pour les entreprises ou d'épargne pour les ménages. Les entreprises ont dû recourir à leur épargne interne pour investir et les consommateurs ont fait de même pour presque tous les achats importants : éducation, santé, pensions, logement, et biens durables (graphique 4) (Aziz and

Graphique 4

Nécessité d'une réforme financière

Les sociétés privées et les ménages se tournent de plus en plus vers l'épargne axée sur l'investissement et vers de gros achats.

(épargne, pourcentage du PIB)



Sources : CEIC; autorités chinoises; estimations des services du FMI.

Cui, 2007). Un accès plus facile au crédit et une gamme plus large d'instruments pour lever des fonds diminueraient les incitations qui poussent les entreprises à épargner beaucoup, et l'accès au crédit, à l'assurance et aux pensions privées réduirait l'épargne des ménages et stimulerait la consommation.

Le développement de l'intermédiation financière est donc devenu la première priorité du gouvernement. Les autorités demandent aux banques d'améliorer encore leurs opérations commerciales, leurs contrôles internes et leur gouvernance des banques. Elles devraient aussi relever le plafond des taux créditeurs, ce qui non seulement augmenterait le coût du capital, mais donnerait aux banques moins riches et plus combattives la possibilité de concurrencer les grands établissements publics et inciterait ceux-ci à consentir du crédit aux entreprises petites et moyennes. La Chine cherche aussi à développer ses autres marchés financiers, en particulier ceux d'obligations et d'actions. Toutefois, le maintien du contrôle de l'État sur l'émission de titres constitue un obstacle important pour ces marchés. L'augmentation de la consommation des ménages exige non seulement d'accroître leur part du revenu national, mais aussi de lever les incertitudes qui maintiennent l'épargne de précaution à un niveau élevé. Pour le premier objectif, il est essentiel d'augmenter le revenu des investissements des ménages par la hausse des taux créditeurs et une participation accrue au marché des actions, directement et indirectement par l'expansion des fonds de placement et de pension. Les réformes du marché des actions accomplies ces dernières années ont ranimé une bourse languissante, mais il faut accroître l'offre d'actions.

Quatrièmement, redistribuer les dépenses publiques. Le gouvernement doit jouer un autre rôle important dans cet effort de rééquilibrage, à savoir améliorer la fourniture des services sociaux essentiels, surtout l'éducation, la santé et les retraites (graphique 5). En éliminant les incertitudes qui pèsent sur ces prestations, il diminuera beaucoup le puissant motif de l'épargne de précaution et donnera aux ménages la confiance nécessaire pour qu'ils augmentent leur consommation. Dans le cadre de la réforme des entreprises publiques de 1994, la fourniture de soins, d'éducation et de pensions a été transférée des entreprises aux administrations locales. Toutefois, on n'a pas en général donné

à ces administrations les ressources suffisantes pour qu'elles assument ces nouvelles responsabilités. Les ménages ont donc dû supporter une part croissante du coût de la santé et de l'éducation. Les ménages chinois paient de leur poche 80 % environ du coût de la santé, soit l'un des pourcentages les plus élevés du monde.

«La forte croissance et la faible inflation actuelles, ainsi que la bonne santé de l'économie mondiale peuvent donner la fausse impression que la Chine a tout le temps de mettre en œuvre ces réformes.»

Ils se heurtent aussi à des incertitudes considérables en ce qui concerne les retraites, parce que les réformes dans ce domaine n'ont pas abouti à un nouveau système viable, bien que la politique de l'enfant unique ait intensifié le vieillissement de la population et créé le besoin d'épargner pour la vieillesse. Le gouvernement a augmenté les dépenses d'éducation et de santé dans ses budgets récents, mais de façon limitée. En fait, les ménages se sont assurés eux-mêmes contre les incertitudes liées aux pensions, à la santé et à l'éducation, et ils ont donc épargné beaucoup plus que si ces risques avaient été mis en commun.

* * * * *

Au lieu d'offrir des remèdes rapides, le gouvernement a décidé à juste titre de rééquilibrer l'économie en mettant en œuvre des réformes fondamentales dans plusieurs directions afin de rendre l'économie moins dépendante de l'investissement et des exportations et de l'axer plus sur la consommation. La Chine a déjà progressé dans beaucoup de ces domaines et la plupart des analystes approuvent les éléments essentiels de la stratégie. On peut cependant craindre que la forte croissance et la faible inflation actuelles, ainsi que la bonne santé de l'économie mondiale peuvent donner la fausse impression que la Chine a tout le temps de mettre en œuvre ces réformes. La réalité pourrait être très différente. Si l'on ne remédie pas aux déséquilibres, ils vont continuer de s'aggraver, augmentant la probabilité d'une forte correction qui menacerait dangereusement la croissance et la stabilité de l'économie. ■

Jahangir Aziz est Chef de division et Steven Dunaway Directeur adjoint au Département Asie et Pacifique du FMI.

Bibliographie :

Aziz, Jahangir, 2006, "Rebalancing China's Economy: What Does Growth Theory Tell Us?" IMF Working Paper 06/09 (Washington: International Monetary Fund).

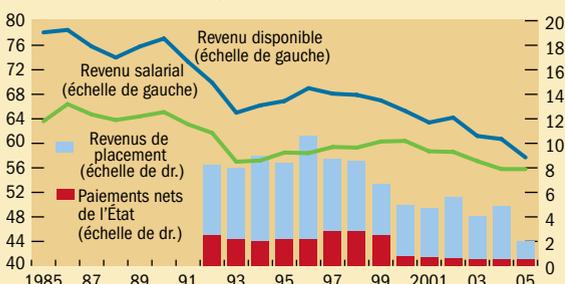
———, and Li Cui, 2007, "Explaining China's Low Consumption: The Neglected Role of Declining Household Income", à paraître, IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).

Graphique 5

Recours à l'autosuffisance

Les paiements de l'État aux ménages pour les soins de santé, l'éducation et les retraites sont faibles et incertains.

(sources de revenus des ménages, pourcentage du PIB)



Sources : CEIC; autorités chinoises; estimations des services du FMI.