



Résoudre le casse-tête économique chinois

Les forces du marché vont rééquilibrer naturellement l'économie chinoise

Tuyaux d'acier dans un marché de la province de Hubei en Chine.

Jonathan Anderson

L'AN DERNIER, les observateurs de la scène économique mondiale ont assisté à un rare spectacle, quand une armée de responsables américains à l'échelon ministériel et leurs homologues chinois ont entamé une série de réunions très médiatisées sous l'étendard du « Dialogue économique américano-chinois ». Le programme officiel comporte une longue liste de sujets, y compris l'accès au marché, les droits de propriété intellectuelle, les contrôles à l'exportation aux États-Unis et les garanties d'investissement. Toutefois, on peut dire sans grand risque que le véritable sujet est la persistance du déficit commercial bilatéral des États-Unis vis-à-vis de la Chine et le gonflement de l'excédent commercial de celle-ci vis-à-vis du reste du monde. En d'autres termes, la délégation se concentre sur le rééquilibrage de l'économie chinoise, question que beaucoup d'observateurs de la Chine se posent depuis quelques mois.

Que signifie exactement « rééquilibrage » et comment y parvenir ? La question n'est absolument pas simple parce que l'économie chinoise est l'une des plus singulières et énigmatiques du monde, et que les idées reçues sur ce sujet sont peut-être fausses, comme on va le voir.

Que se passe-t-il ?

Le problème fondamental se pose en ces termes. D'une part, la Chine connaît depuis trois ans une augmentation rapide de l'excédent de son commerce et de ses paiements courants, augmentation très rapide même, puisqu'il atteignait 10 % environ du PIB au premier semestre 2007, contre 3 % en 2004 et environ 2 % en 2000-03. D'autre part, la part de l'investissement brut dans l'économie a également grossi pendant la même période,

atteignant le chiffre record de 43 % du PIB, contre environ 35 % au début de la décennie.

On peut soutenir que les économistes n'ont pas connu un tel phénomène en cinquante ans. Normalement, une forte hausse du ratio d'investissement entraîne un déficit des paiements courants : il suffit de penser à l'Asie du Sud-Est à la veille de la crise financière asiatique. Inversement, les excédents commerciaux massifs du Japon et de Taiwan au milieu des années 80 étaient dus surtout à la baisse de la part de l'investissement dans ces pays. Ce phénomène s'est reproduit plusieurs fois dans les marchés émergents du monde sauf en Chine, où l'augmentation du taux d'investissement et le gonflement de l'excédent des paiements courants ont été de pair.

Que se passe-t-il donc ? Par définition, si les deux ratios augmentent, il faut bien que le taux d'épargne intérieur s'accroisse encore plus vite, ce qui implique que la part de la consommation intérieure dans le PIB diminue, et même chute. Effectivement, les données officielles montrent que la consommation globale de la Chine est tombée de plus de 60 % du PIB au début de la décennie à environ 50 % aujourd'hui, la consommation des ménages atteignant le plancher de 37 % du PIB. C'est le ratio le plus bas de toute l'Asie, et peut-être même de toutes les économies de marché émergentes.

Manifestement, il y a quelque chose de passablement « détraqué » dans l'expansion dynamique de l'économie chinoise et la conclusion évidente à tirer du scénario ci-dessus est que la faiblesse de la consommation est responsable de la situation. Donc la solution des déséquilibres intérieur et extérieur de la Chine consiste à prendre des mesures d'urgence pour stimuler la consommation, seul moyen de rétablir l'équilibre de la croissance.

Telle est en résumé l'interprétation consensuelle de la situation. Toutefois, il existe en réalité d'excellentes raisons de mettre en doute ce consensus et, si l'on examine de plus près les données macroéconomiques, on s'aperçoit en fait que la vérité est ailleurs. Je soutiens dans cet article que la consommation des ménages n'est pas le problème principal. En fait, la plus grande part de l'épargne excédentaire est venue des entreprises chinoises qui «exproprient» les parts de marché et les bénéfices du reste du monde. En outre, ce déséquilibre est un phénomène temporaire et non structurel et l'économie est déjà en train de s'ajuster. Certes, la Chine nécessite encore des réformes structurelles à long terme dans les domaines du financement de la consommation et de la protection sociale, mais elles ne résoudront pas le problème de la conjoncture anormale d'aujourd'hui.

Trois énigmes de plus

Comment résoudre le problème? Commençons par examiner les trois énigmes économiques qui suivent :

Premièrement, si la consommation est si faible, pourquoi ne donne-t-elle pas cette impression? Les chiffres officiels du PIB montrent que la consommation suit de très loin la croissance globale de l'économie, mais ce sont pratiquement les seules données qui indiquent une faiblesse de la consommation. La croissance des ventes au détail dépasse les 10 %, la consommation des ménages ruraux est montée en flèche avec la hausse des prix alimentaires, et les achats annuels de voitures de tourisme dans les villes ont triplé depuis 2002. Les consommateurs chinois ne semblent pas non plus «sous-endettés»; le développement du crédit hypothécaire et des prêts pour l'achat d'automobiles a sensiblement accru la dette des ménages depuis le début de la décennie.

Deuxièmement, si les investissements de la Chine sont si excessifs, pourquoi les bénéfices ne diminuent-ils pas? Les données de l'investissement sont elles aussi paradoxales. Une forte hausse du ratio d'investissement conjuguée à une baisse de la consommation devrait aboutir à une stagnation ou à une baisse des bénéfices des entreprises; or, les données officielles sur l'industrie montrent depuis cinq ans une forte rentabilité. Les marges des entreprises ont quelque peu diminué depuis 2004, particulièrement dans les secteurs qui connaissent une capacité excédentaire, mais elles restent très élevées par rapport aux normes chinoises.

Troisièmement, si l'épargne des ménages explose, où va-t-elle? La critique la plus probante de l'opinion consensuelle générale porte sur le côté épargne de l'équation. Après tout, la consommation effective est peut-être plus élevée et l'investissement plus faible que le laissent entendre les chiffres officiels du PIB, mais l'augmentation spectaculaire de l'excédent des paiements courants depuis quelques années implique quand même une augmentation spectaculaire de l'épargne et toute analyse cohérente des déséquilibres chinois doit expliquer d'où vient cette épargne.

Autant que nous le sachions, elle ne vient pas des ménages. Les données du système bancaire montrent que la part des ménages dans le total des dépôts a diminué depuis le début de la décennie, compensée par l'augmentation des dépôts des entreprises. Cette constatation est confirmée par les estimations des flux de trésorerie, qui indiquent aussi que, si le taux d'épargne des ménages et celui de l'État sont généralement élevés, aucun des deux n'a beaucoup changé depuis cinq ans. En fait, le véritable moteur de la récente «explosion de l'épargne» en Chine est le secteur des entreprises, où le taux d'épargne brute a, selon les estimations, bondi de presque 7 points depuis le début de la décennie (graphique 1).

Le problème vient des entreprises, non des ménages

On peut en déduire que la soudaine apparition des déséquilibres en Chine il y a quelques années, le gonflement de l'excédent commercial, et, partant, l'augmentation spectaculaire de l'épargne intérieure par rapport à un investissement déjà élevé, ne sont pas dus à la faiblesse de la consommation. La plupart des données indiquent plutôt que le responsable est le gonflement de l'épargne des sociétés chinoises.

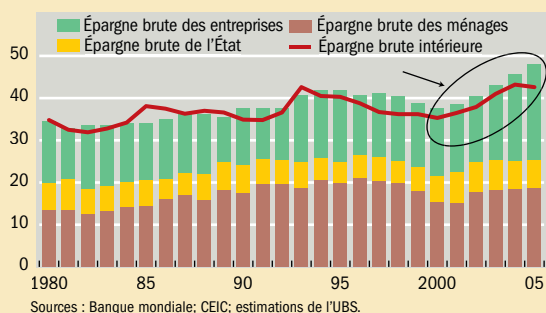
Par définition, l'épargne brute des entreprises est égale au total de leurs bénéfices, à savoir le montant des profits disponibles pour être investis ou distribués aux actionnaires. Or, les marges bénéficiaires sont confortables mais elles stagnent ou même baissent depuis cinq ans. Toutefois, il y a une grande différence entre les marges bénéficiaires et le volume total des bénéfices dans l'économie, et ce dernier chiffre donne une image différente. Depuis 2002, on constate une forte divergence dans l'évolution relative des marges et des bénéfices en pourcentage du PIB pour les grandes sociétés industrielles chinoises, et la part des bénéfices dans l'économie est montée en flèche (graphique 2). Si l'on prend en compte les bénéfices

Graphique 1

De nouveaux gros épargnants

L'épargne brute du secteur des entreprises connaît une hausse vertigineuse.

(proportion du PIB, pourcentage)

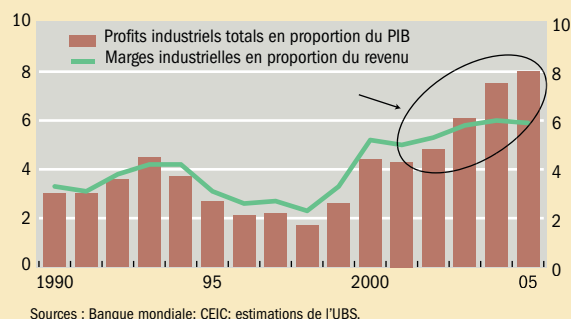


Graphique 2

Encore plus de bénéfices

Les profits globaux des grandes sociétés industrielles sont en hausse, même si les marges bénéficiaires ne le sont pas.

(pourcentage)



des firmes industrielles de moindre envergure et des entreprises de services, on voit comment le secteur des entreprises a été le moteur de l'envolée de l'épargne en Chine.

Comment expliquer le divorce soudain de ces dernières années entre les marges et le total des bénéfices? Il est dû à l'explosion des ventes du secteur industriel. Pendant la plus grande partie des deux dernières décennies, on constatait une relation stable entre le chiffre d'affaires de l'industrie et le PIB, mais, depuis 2002, ce ratio a brusquement bondi, passant de 90 % du PIB au chiffre stupéfiant de 140 % en 2005 (graphique 3, partie supérieure). De plus, ce phénomène ne s'est pas généralisé; il n'a concerné que l'industrie lourde.

La production de ce secteur a augmenté beaucoup plus vite que la demande intérieure de produits industriels (graphique 3, partie inférieure). Certes, l'excédent de la Chine sur l'industrie légère et l'électronique progresse, mais la cause principale de l'excédent commercial a été le brusque renversement de la position commerciale de l'industrie lourde, à savoir acier, matériaux, outillage et chimie.

La cause profonde

Comme on le voit, la véritable cause des déséquilibres de la Chine a peu de rapports avec la consommation et beaucoup avec un important transfert net d'épargne de l'étranger vers les entreprises du pays. À cause d'une création excessive de capacités en Chine, les sociétés d'industrie lourde ont en fait exproprié l'épargne du reste du monde en réalisant des gains de parts de marché anormalement élevés dans le pays et à l'étranger. Cette évolution n'est pas le reflet de déséquilibres structurels à long terme; il s'agit d'un choc cyclique profond qui pourrait bien s'inverser.

Le phénomène est le suivant. De 2001 jusqu'à la fin de 2005, l'économie chinoise a connu une intense expansion de l'investissement dans les secteurs liés à la construction et à l'équipement. Le ralentissement douloureux de la demande intérieure qui a suivi le resserrement macroéconomique de 2004 aurait dû réduire la production et laminer les bénéfices dans ce secteur, mais les entreprises des industries clés ont pu «valider» l'augmentation de leur capacité en enlevant aux fournisseurs étrangers leur part du marché local, et en développant leurs exportations. Il en est résulté une chute de la croissance des importations et un essor des exportations, donc une forte augmentation de l'excédent commercial. Certes, les marges bénéficiaires ont diminué dans les secteurs en surchauffe, mais les gains de part de marché ont permis aux firmes d'enregistrer une forte augmentation de leurs ventes en Chine et des marges plus élevées qu'elles n'auraient dû être, d'où le gonflement de la part des bénéfices dans l'économie. C'est la solution de la deuxième énigme : pourquoi l'on n'a pas constaté une plus forte pression sur les bénéfices et les marges malgré le niveau record du ratio investissement-PIB.

La contribution exceptionnellement élevée des exportations nettes à la croissance augmente aussi le niveau du PIB par rapport à celui de la demande intérieure et diminue donc «artificiellement» la part de la consommation dans l'économie. Cela permet d'expliquer la première énigme, à savoir pourquoi le ratio officiel de la consommation des ménages baisse alors que les indicateurs sur le terrain montrent des dépenses dynamiques.

Des pistes de rééquilibrage

En résumé, voici le modèle simple des déséquilibres macroéconomiques en Chine : un surinvestissement cyclique dans les entreprises d'industrie lourde, une hausse de leur part de marché par des ajustements commerciaux et en conséquence une augmentation de leur épargne intérieure. En prenant ce modèle comme repère, nous allons examiner les divers remèdes proposés pour le «rééquilibrage».

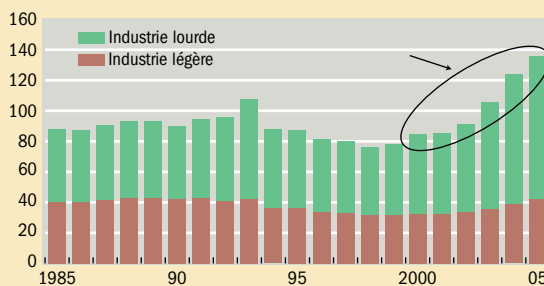
Inciter les ménages à consommer plus. C'est probablement l'idée la plus répandue parmi les observateurs de la Chine et dans la presse financière. Cela n'en fait pas une vérité. Certes, le taux d'épargne moyen des ménages chinois est élevé par rapport aux normes internationales, mais il y a une grande différence entre une épargne structurelle élevée et un excès d'épargne cyclique. L'épargne structurelle élevée, partiellement imputable aux ménages, est le principal moteur des taux d'investissement et de croissance structurellement élevés dans l'économie chinoise. L'abaissement du taux d'épargne diminuerait le taux moyen d'investissement sur l'ensemble du cycle, augmentant ainsi le rendement structurel du capital, mais il freinerait aussi la croissance du PIB et du revenu. On peut se demander si c'est la solution optimale pour la Chine. D'autre part, l'excès d'épargne cyclique concerne les entreprises et non les consommateurs, et se contenter de stimuler la consommation aujourd'hui pour abaisser l'excédent commercial sans s'attaquer aux

Graphique 3

Poids lourds

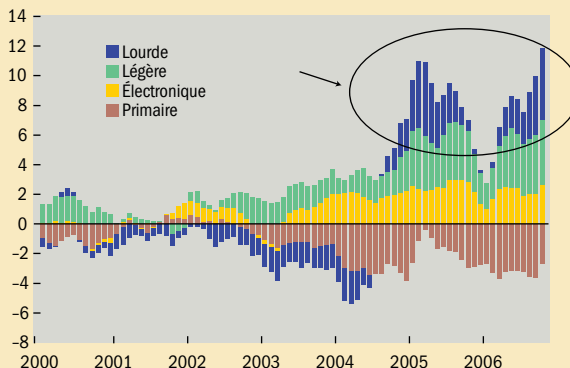
L'industrie lourde est à l'origine d'une forte hausse des volumes de ventes ...

(ventes industrielles en pourcentage du PIB)



... qui contribue à l'excédent commercial croissant.

(contribution à l'évolution de la balance commerciale, milliards de dollars)



Sources : CEIC; estimations de l'UBS.

facteurs sous-jacents des déséquilibres actuels risquerait de porter une croissance déjà proche de la surchauffe à des niveaux absurdes.

Diminuer l'épargne des entreprises et de l'État et réorienter les excédents vers les ménages. Certains économistes chevronnés ont reconnu ces erreurs et se sont concentrés sur la solution des facteurs systémiques qui expliquent les déséquilibres : réduire la

«Une forte réévaluation peut sembler prometteuse en théorie, mais elle s'est jusqu'à présent révélée impossible à mettre en œuvre.»

propension structurelle de la Chine à surinvestir en obligeant les entreprises publiques à verser des dividendes, imposer des contraintes budgétaires plus strictes par des réformes du système bancaire dans le sens du marché et réorienter les excédents financiers en les transférant des programmes d'investissement des autorités locales vers le filet de protection sociale pour les ménages chinois (voir «Le rééquilibrage de l'économie chinoise», p. 27). C'est un vrai rééquilibrage dans la mesure où non seulement il déplace l'épargne des administrations et des entreprises vers les ménages, mais aussi diminue les incitations aux abus que le système comporte. Toutes ces prescriptions sont intégrées peu à peu dans la politique des autorités. Il y a cependant une petite complication. Ces mesures sont toutes à long terme et visent davantage à empêcher le prochain accès cyclique d'épargne excédentaire et d'investissement déséquilibré qu'à résoudre la crise actuelle.

Concentrer l'industrie lourde. Le gouvernement doit-il prendre des mesures immédiates pour réduire la surcapacité sectorielle en fermant les firmes marginales et en regroupant certaines entreprises d'industrie lourde? Cela diminuerait à la fois l'épargne des entreprises et l'excédent commercial en réduisant l'offre intérieure par rapport à la demande et en stimulant la croissance des importations. Toutefois, si ces mesures sont excellentes en théorie, elles se sont avérées catastrophiques dans la pratique. Le gouvernement essaye depuis trois ans de limiter les nouveaux investissements et de concentrer la capacité existante dans l'acier, l'aluminium, le ciment, l'automobile et *cetera* sans guère de signes visibles de réussite et rien ou presque n'indique que la situation va changer radicalement.

Laisser filer le renminbi. Le rôle du taux de change dans les déséquilibres chinois est peut-être l'un des sujets les plus âprement débattus aujourd'hui chez les spécialistes universitaires. La thèse la plus répandue sur les excédents extérieurs de la Chine ne laisse implicitement que peu de place à l'ajustement du taux de change dans le rééquilibrage de l'économie. Si l'excédent commercial élevé reflète une faiblesse structurelle de la consommation et un excès d'épargne des ménages, il n'est pas évident qu'une appréciation du renminbi aiderait à régler le problème. De même, l'autre hypothèse répandue, selon laquelle les excédents commerciaux seraient dus à une monnaie nettement sous-évaluée, n'explique pas en général comment une sous-évaluation structurelle a pu provoquer un gonflement brusque et spectaculaire de l'épargne intérieure brute.

Contrairement à ces deux hypothèses, si l'on se concentre sur le rôle de la capacité excédentaire cyclique, on explique à la fois la rapidité et l'ampleur de l'ajustement commercial de la Chine et la forte augmentation de l'épargne brute et l'on précise le rôle du taux de change. La sous-évaluation de la monnaie n'a pas grand-chose à voir avec l'excès d'investissement et de création de capacité. Le renforcement du renminbi peut toutefois jouer un rôle essentiel en facilitant l'ajustement *ex post* à l'excédent commercial dû à la sous-évaluation, en réorientant les achats vers les firmes étrangères d'industrie lourde, en accélérant la sortie des producteurs marginaux qui concurrencent les importations et en réduisant du même coup l'épargne intérieure des entreprises.

Une forte réévaluation peut sembler prometteuse en théorie, mais elle s'est jusqu'à présent révélée impossible à mettre en œuvre. Le renforcement nominal progressif n'a eu jusqu'à présent aucun effet visible sur le solde commercial ou les bénéfices des entreprises, et les contraintes politiques s'opposent fortement à toute modification importante du taux de change du renminbi.

Un rééquilibrage naturel par les forces du marché

Faute d'un ajustement plus rapide du taux de change, il reste la possibilité d'un rééquilibrage «réel» à moyen terme. Les tendances les plus susceptibles de ramener les bénéfices des entreprises et l'excédent commercial à des niveaux plus viables en quelques années sont la fin graduelle de la croissance excessive des capacités, donc la remontée de la demande d'importations nettes, et la baisse de la croissance globale du PIB. C'est le moyen d'obtenir un rééquilibrage réel à moyen terme.

Tout d'abord, l'expansion de la capacité excédentaire touche à sa fin. Cela n'est pas dû à la politique des autorités, mais au jeu normal du marché. Les marges bénéficiaires ont été soutenues par des gains exceptionnels de parts de marché, mais elles ont baissé dans les grands secteurs en surcapacité comme l'automobile, l'acier et les matériaux industriels. Par conséquent l'investissement ralentit dans ces secteurs et cela devrait concourir à enrayer l'énorme accumulation de production industrielle des cinq dernières années.

Au cours de ce processus, l'excédent commercial devrait culminer puis décliner, la Chine revenant à une position importatrice nette sur certains des secteurs mentionnés ci-dessus. En effet, la capacité des firmes chinoises à exploiter les marchés extérieurs ou à remplacer la part de marché des importations est limitée. Les secteurs les plus porteurs dans ce domaine sont ceux des matières premières homogènes comme l'acier, le ciment et l'aluminium, tandis que l'investissement et les marges dans d'autres activités comme l'outillage ont réagi davantage à la conjoncture intérieure.

Finalement, il faudra freiner la croissance du PIB. L'opinion consensuelle plaiderait pour une croissance plus rapide de la dépense nationale avec l'accélération de la consommation, mais en réalité il est impossible de rééquilibrer l'économie chinoise avec des taux de croissance du PIB de 10,5 % ou 11 %. Le taux de croissance réel durable de la Chine se situe à 9 % environ et c'est à ce niveau que l'économie doit revenir. Le rééquilibrage réel implique un ralentissement des investissements et une baisse des exportations nettes et non une nouvelle remontée de la consommation urbaine, et c'est ce scénario qui est de loin le plus vraisemblable pour la fin de la décennie. ■

Jonathan Anderson est chef du service économique d'UBS pour l'Asie-Pacifique.