



Shanghai : le nouveau centre international des expositions.

Une Chine plus forte

Linda Yueh

La Chine peut sortir renforcée de la crise, à condition de stimuler sa demande intérieure et de favoriser l'intégration mondiale

L'ÉCONOMIE chinoise est en meilleure forme que la plupart de ses homologues. Elle a évité la récession et déjoué les pronostics en dépassant son objectif de croissance fixé à 8 % en 2009. Si elle parvient à s'adapter à une économie mondiale peu susceptible d'être tirée par la demande des consommateurs occidentaux au cours des deux ou trois prochaines années, la Chine peut sortir de la crise mondiale plus forte que jamais.

Survivre à la crise

Aucun pays n'a été épargné par la crise financière qui est née aux États-Unis en 2007. En Chine, toutefois, le secteur financier a une activité sur dérivés relativement modeste et n'a donc pas subi le même cataclysme qu'aux États-Unis ou dans les pays européens avancés. La Chine n'a pas connu de crise du crédit et n'a pas non plus été confrontée au problème des titres toxiques

qui ont ruiné les bilans dans les économies avancées. Quelques-unes des grandes banques d'État chinoises faisaient partie des créanciers de la société d'investissement de Wall Street Lehman Brothers, dont la faillite en septembre 2008 avait quasiment déclenché une panique financière. Ces établissements ont certes subi des pertes, estimées à plusieurs milliards de dollars, mais ils ont évité les problèmes de bilan que l'on observe actuellement et qui auraient eu des conséquences bien plus dommageables.

La Chine a néanmoins été touchée par la deuxième phase de la crise, à savoir la récession mondiale et la première contraction du commerce international depuis 30 ans. Les exportations chinoises, qui représentent plus de 30 % du PIB et environ un tiers de la croissance économique annuelle, se sont effondrées à la fin de l'année 2008, ce qui a amputé le taux de croissance d'environ 3 points en 2009 et de près



d'un point au premier trimestre 2010. L'injection de capitaux décidée par les grands pays du G-20 pour contribuer au financement des échanges n'a pas été sans effets, mais les exportations n'ont toujours pas repris leur rôle de moteur de la croissance.

La relance

En raison de la crise et du plongeon du commerce extérieur qui l'a suivie, la Chine est en train de reconsidérer le rôle de la demande intérieure comme levier de son économie au lieu de compter sur les exportations, plus volatiles. Au printemps 2009, elle a donc riposté à la crise avec un programme de relance de 586 milliards de dollars, soit 4.000 milliards de yuans. La demande mondiale restant très modeste, le gouvernement a poursuivi ses mesures de relance en 2010. La Banque populaire de Chine a réagi plus tôt, puisqu'elle a abaissé dès août 2008 son taux directeur, qui était alors de 7,47 %.

La dernière baisse, en décembre 2008, l'a amené à 5,31 %, son niveau actuel.

La relance et la réduction des taux d'intérêt ont contribué à amorcer le redémarrage de la croissance au deuxième trimestre 2009. Le taux de croissance se traînait — selon les critères chinois — aux alentours de 6 % au dernier trimestre 2008 et au premier trimestre 2009, avant de remonter à 8,7 % pour l'année 2009 (avec une pointe impressionnante à 10,7 % en glissement annuel au quatrième trimestre). Le premier trimestre 2010 a été marqué par une poussée à 11,9 %, toujours en glissement annuel.

En Chine, la poursuite de la croissance dépendra de l'efficacité de la relance budgétaire massive et concentrée essentiellement sur les infrastructures. Les dépenses d'infrastructure sont associées à un grand projet dans le secteur des transports dans le cadre du 11^e Plan quinquennal, lancé en 2006. Ce plan a permis d'engager rapidement des dépenses et d'offrir des emplois dans les secteurs ferroviaire et routier à une partie des millions de travailleurs licenciés par les usines exportatrices. La création d'emplois semble donc bien au rendez-vous, attestant de l'efficacité des mesures de relance chinoises (Orlik and Rozelle, 2009).

Le volet social du plan de relance, en revanche, qui représente moins de 5 % du total, a été jugé insuffisant pour stimuler la consommation privée. Il n'a pas réglé le problème du niveau élevé d'épargne des ménages, l'une des principales causes de la faible demande intérieure. En 2009, pour décourager l'épargne de précaution, la Chine a augmenté les dépenses de 125 milliards de dollars pour les soins de santé (la couverture de 200 millions de citoyens jusque-là sans protection est une étape sur la voie de la

couverture universelle prévue pour 2020) et d'environ 400 millions de dollars pour les retraites des travailleurs ruraux.

Néanmoins, la part de la consommation dans le PIB n'a pas varié en 2009. La hausse de 10,5 % du revenu des ménages urbains a contribué à stimuler les dépenses de consommation, mais leur niveau initial était bas. La consommation ne représente que 35 % du PIB en Chine, contre au moins 50 % dans la majorité des économies de marché. En outre, la majorité de la population rurale est pauvre. Aussi, malgré l'augmentation de 16 % des ventes de détail, la consommation n'a-t-elle contribué qu'à hauteur de 4 points à la croissance de l'économie chinoise en 2009.

Expansion du crédit

À l'instar d'autres grandes économies, la Chine s'est appuyée sur des mesures budgétaires énergiques et un assouplissement de sa politique monétaire pour lutter contre la récession. Toutefois, contrairement à ses homologues, l'administration centrale chinoise a financé un quart seulement de la relance. Les banques d'État ont récupéré le reste, ce qui a entraîné une expansion rapide du crédit. En 2009, le total des nouveaux prêts s'est élevé à environ 1.460 milliards de dollars (9.950 milliards de yuans) et 1.090 milliards de dollars supplémentaires (7.500 milliards de yuans) devraient être prêtés en 2010. En retour, la masse monétaire s'est accrue de près de 30 %. Les prix à la consommation n'ont toutefois augmenté qu'à partir de la fin 2009, après neuf mois de déflation, semblant indiquer que la liquidité avait été dirigée vers les actifs. Une telle expansion du crédit dans une économie où les sorties de capitaux sont contrôlées signifie que les fonds seront largement investis dans le pays, rendant plus probable la formation de bulles spéculatives sur les marchés des actions et du logement et faisant craindre une crise bancaire.

Le fonds souverain China Investment Corporation est entré il y a peu dans le capital des quatre principales banques d'État, acquérant notamment la moitié de la Banque agricole de Chine. On peut y voir une tentative de stabilisation du cours des titres (étant donné les craintes liées aux prêts improductifs, problème récurrent du système bancaire d'État) et de renforcement du ratio de fonds propres de ces établissements. De plus, en 2010, ces quatre banques ont émis 11 milliards de dollars supplémentaires de droits afin de renforcer leur assise financière.

Le rythme de création du crédit s'est donc ralenti au premier trimestre 2010 et la banque centrale a relevé le niveau des réserves bancaires. Néanmoins, pour atteindre son taux objectif de 8 % de croissance, alors que les exportations risquent de ne jamais revenir à leurs niveaux initiaux, la Chine va devoir continuer à substituer des investissements publics aux échanges commerciaux, ce qui continuera d'inonder l'économie de liquidités. Il sera difficile de combiner assouplissement budgétaire et durcissement monétaire, ce qui serait pourtant nécessaire pour maîtriser les bulles spéculatives tout en stimulant l'économie. Qui plus est, le système bancaire chinois n'est pas l'unique source de disponibilités.

La Chine a reçu plus de 200 milliards de dollars en 2009, dont une partie non négligeable de « capitaux fébriles » (investissements spéculatifs). Elle est d'autant plus attractive pour les investisseurs que le renminbi, arrimé au dollar américain depuis le début de la crise, est sous-évalué. Les réserves de la Chine ont augmenté

de 23 % en 2009, totalisant une valeur record de 2.400 milliards de dollars, dont les deux tiers en dollars des États-Unis.

Dans ce contexte, il faut saluer la décision récente de la Chine de libéraliser les mouvements de capitaux. Les réformes seront lentes, partielles et viseront surtout à soutenir la politique de mondialisation («going out») de la Chine, c'est-à-dire à encourager les entreprises chinoises à investir à l'étranger. Quoi qu'il en soit, elles devraient aider la Chine à rééquilibrer son économie et commencer à corriger les déséquilibres mondiaux.

Nouvel ordre mondial

L'accentuation des déséquilibres mondiaux observée dans les années 2000 a servi de toile de fond à la crise financière. L'émergence de grandes économies (Chine, Inde, Europe orientale) dans les années 90 et l'accélération de leur intégration dans l'économie mondiale pendant la décennie suivante ont accentué les déséquilibres mondiaux et multiplié par deux la main-d'œuvre mondiale, qui est passée à 3 milliards d'individus. Quand la Chine et les pays d'Europe orientale ont respectivement intégré l'Organisation mondiale du commerce et l'Union européenne, le moindre coût de leur main-d'œuvre a stimulé la croissance de leurs exportations, produit un effet déflationniste sur le reste du monde mais aussi fait grimper les prix des produits de base, notamment du pétrole, entraînant par la même occasion une augmentation des excédents au Moyen-Orient.

Depuis 1998, les avoirs de réserve mondiaux ont quadruplé et la demande de dollars américains — monnaie de réserve internationale — a augmenté. Aux États-Unis, cette liquidité accrue a stimulé la consommation sans que la Réserve fédérale n'intervienne, car l'inflation était faible, notamment en raison de l'accroissement de la main-d'œuvre mondiale (Yueh, à paraître).

Ces évolutions structurelles de l'économie mondiale ont rendu plus nécessaire la surveillance des mouvements mondiaux de capitaux et la fixation par les banques centrales (y compris celle de la Chine) de taux d'intérêt tenant compte des prix des actifs, et non plus uniquement des prix à la consommation. Les États-Unis, en particulier, ne doivent pas négliger l'effet «monnaie de réserve» : la volonté des autres pays d'augmenter leurs réserves en dollars va peser sur la courbe des rendements des bons du Trésor américain. Par conséquent, le coût des emprunts sera influencé non seulement par la situation intérieure mais également par l'économie mondiale. Ainsi, il sera peut-être plus difficile de durcir la politique monétaire alors que la demande soutenue d'avoirs en dollars pèse sur les rendements et fait grimper les cours obligataires, maintenant les coûts d'emprunt à un bas niveau, tout comme l'assouplissement monétaire avait conduit à une surabondance de liquidités quand l'épargne mondiale avait contribué à alimenter l'endettement des États-Unis avant la crise. Pour les pays en excédent tels que la Chine, l'assouplissement monétaire américain peut se transmettre via les taux de change fixes, ce qui incite les capitaux à quitter les pays à taux d'intérêt bas pour les pays à taux élevés. La Chine devrait donc progressivement réformer son taux de change pour éviter que les afflux de capitaux ne créent des bulles spéculatives intérieures. Il faudra aussi assouplir le taux de change du renminbi avant de durcir la politique monétaire : un relèvement des taux d'intérêt en Chine qui coïnciderait avec le maintien d'un taux directeur quasiment nul aux États-Unis ne ferait qu'aggraver l'afflux de liquidités,

ce qui atténuerait les effets du durcissement. Une diversification et une réduction des avoirs de réserve chinois contribueraient aussi à la correction des déséquilibres mondiaux.

Ces déséquilibres sont déjà un peu moins marqués, puisque le déficit courant américain est tombé de 6 % à environ 3 % du PIB en 2009. Le niveau d'épargne a augmenté dans les pays touchés par la récession. Selon la FMI, l'économie mondiale, qui s'est contractée de 1,1 % en 2009, va croître de 4¼ % en 2010 et plus encore en 2011. Ces chiffres sont supérieurs au taux moyen de 3,2 % enregistré pour la période 1980-97, quand la Chine et d'autres grandes économies émergentes connaissaient une croissance rapide. À cette époque, l'économie chinoise augmentait de 9 % par an, avec un compte courant bien plus équilibré qu'actuellement. De même, le déficit courant américain représentait alors environ 1,5 % du PIB des États-Unis et moins de 0,5 % du PIB mondial, contre respectivement 3 % et environ 0,7 % aujourd'hui. Le rééquilibrage mondial va sans doute se poursuivre, d'autant que la consommation américaine a diminué avec le désendettement, ce qui implique des excédents moindres pour les autres pays.

En raison de la baisse de la consommation sur ses principaux marchés d'exportation de l'Union européenne et aux États-Unis, le commerce chinois connaîtra un essor moins rapide au cours des toutes prochaines années, à moins que de nouvelles économies de marché à revenu élevé ne s'ouvrent à ses exportations, ce qui est peu probable, surtout au vu des problèmes de la zone euro. Pour que la Chine puisse retrouver le compte courant généralement équilibré qui était le sien dans les années 90 et maintenir son rythme de croissance, il faut que sa demande intérieure représente une part plus importante du PIB.

Deux impératifs

Pour sortir renforcée de la crise mondiale, la Chine doit instituer des réformes qui stimuleront la demande intérieure et favoriseront aussi son intégration mondiale, lui permettant ainsi de continuer à remonter son taux de croissance. Dans un contexte d'économie mondiale atone, les réformes devront faire de la Chine une grande économie ouverte et assurer sa stabilité pendant la période de transition en la protégeant des chocs exogènes et en renforçant simultanément son intégration aux marchés mondiaux.

Il faudrait que l'économie chinoise se rapproche davantage de celle des États-Unis, grand pays et acteur de premier plan du commerce international, mais dont la croissance est principalement tirée par la demande intérieure. En consolidant à la fois sa demande intérieure et la demande extérieure, la Chine serait moins exposée à la volatilité de l'économie mondiale; même dans un contexte d'expansion de ses échanges commerciaux en valeur absolue, sa croissance pourrait être propulsée par la demande intérieure. Parce que la Chine influe sur les termes de l'échange mondiaux, elle peut se redéfinir comme une grande économie ouverte consciente des avantages de l'intégration mondiale, mais entretenant une demande intérieure solide pour se protéger contre les chocs externes les plus violents.

Consommation et dépenses publiques

La consommation équivalait à environ la moitié du PIB jusqu'à ce que les taux d'épargne élevés des ménages et des entreprises l'entraînent à un niveau historiquement bas, c'est-à-dire à peine un

peu plus d'un tiers du PIB. Pourtant, la Chine pourrait revenir aux 50 % du début des années 90 en agissant sur les incitations à épargner. Pour les ménages, l'objectif pourrait être atteint en améliorant la couverture sociale; pour les entreprises, il faudrait assouplir les règles du crédit : dès lors, les entreprises n'auraient plus à puiser dans les bénéfices non distribués pour se développer.

Le potentiel d'augmentation des dépenses publiques de sécurité sociale est considérable. En 2008, elles représentaient 13 % du PIB et n'ont frôlé la barre des 20 % en 2009 que grâce au vaste plan de relance. Elles restent donc inférieures à la moyenne des pays de l'OCDE avant la crise et très en deçà des dépenses engagées dans la plupart des autres pays en développement.

L'accélération de l'urbanisation pourrait en outre favoriser l'essor du secteur des services et, partant, l'augmentation de la part des biens non échangeables dans l'économie et la création d'emplois aux deux extrémités du spectre des compétences. Le profil de la main-d'œuvre chinoise (travailleurs urbains et migrants) se prêterait bien à une telle évolution, et la hausse de revenus produite par l'urbanisation d'une partie de la population rurale doperait la consommation.

Épargne des entreprises et libéralisation financière

Des réformes s'imposent pour que les entreprises désépargnent. En effet, leur taux d'épargne (entreprises publiques et privées) est supérieur à celui des ménages. La tendance est devenue manifeste après 2004, quand l'excédent courant de la Chine a dépassé 10 % du PIB. La part de l'investissement dans le PIB s'est maintenue, même si l'investissement tend à perdre du terrain quand les pays affichent un excédent courant substantiel.

Les distorsions du système financier chinois obligent les entreprises privées à s'appuyer sur leur épargne (issue principalement des bénéfices non distribués) pour se développer, car il leur est difficile d'obtenir des prêts. Cependant, même les entreprises d'État — qui accèdent facilement au crédit — épargnent, car leurs bénéfices sont très peu imposés. Ces entreprises devraient payer des impôts et des dividendes plus importants.

La libéralisation complète des taux d'intérêt améliorerait l'attribution des crédits aux entreprises privées et rendrait l'épargne encore moins attractive. Malgré la libéralisation partielle de 2004 (déplafonnement des taux interbancaires), des taux plafonds restent en vigueur pour les prêts interbancaires, ainsi qu'un plafond pour les taux de rémunération des dépôts, ce qui fausse les décisions d'investissement. Si les taux d'intérêt étaient déréglés, les coûts d'emprunt diminueraient et les entreprises auraient moins besoin d'épargner.

La libéralisation progressive des mouvements de capitaux, en particulier la politique d'acquisitions à l'étranger, contribuera aussi à la désépargne si les entreprises peuvent prendre pied sur les marchés mondiaux et se financer sur les marchés du crédit étrangers, mieux développés, autrement dit, si elles peuvent se tourner vers les marchés financiers, et non plus seulement vers le système bancaire chinois, où le crédit est réglementé. Les entreprises auront ainsi une raison de moins d'épargner et la part de l'excédent courant financé par les achats de titres du Trésor américain diminuera puisqu'il sera possible de faire sortir des capitaux sous forme d'investissements plutôt que d'accumuler des réserves en devises étrangères.

Les externalités positives ne s'arrêtent pas là. La libéralisation des mouvements de capitaux devrait aussi se traduire par une souplesse accrue des taux de change en raison de la demande croissante de renminbis. Si les sorties de capitaux sont suffisantes, les pressions à la hausse sur la monnaie chinoise pourraient même s'atténuer. En combinant réforme des taux de change et réforme des taux d'intérêt, la Chine devrait parvenir à mieux équilibrer ses positions intérieure (épargne-investissement) et extérieure (balance des paiements). L'économie chinoise serait moins déséquilibrée et contribuerait en outre à réduire l'accumulation de liquidités liée aux déséquilibres mondiaux, comme devrait le faire toute grande économie ouverte.

Il faudra aussi améliorer la surveillance réglementaire. La libéralisation devrait s'accompagner de réformes institutionnelles intérieures et internationales visant à densifier les marchés financiers. Une participation active au sein de l'organe de réglementation mondiale — le Conseil de stabilité financière — pourrait, par exemple, favoriser la stabilité si les marchés financiers sont de plus en plus soumis à des règles transparentes ainsi qu'à des lois réduisant l'incertitude et favorisant la densification des circuits financiers. Cela aurait des effets bénéfiques sur le comportement des ménages et des entreprises.

Il est dans l'intérêt de la Chine de reconnaître l'importance de son rôle de grande économie mondiale et de contribuer à modeler la gouvernance des marchés mondiaux et intégrés, car ses décisions sont influencées par la conjoncture mondiale et inversement. Ainsi, la Chine est un moteur de croissance pour toute l'Asie et pour les exportateurs de produits de base du monde entier; son taux de change influe sur les prix mondiaux, mais les marchés financiers mondiaux influent aussi sur son régime monétaire.

Devenir une grande économie ouverte

La Chine a les moyens de devenir une grande économie ouverte à croissance rapide si elle stimule sa demande intérieure et établit des entreprises compétitives à l'échelle mondiale. Compte tenu tout particulièrement de son niveau de développement encore faible, son intégration à l'économie mondiale lui serait profitable ainsi qu'à tous les autres pays. Pour ce faire, elle doit mettre en œuvre des réformes macroéconomiques lui permettant un positionnement stratégique dans une économie mondiale changée, aux perspectives incertaines. De cette manière, elle sortira peut-être renforcée de la crise financière mondiale. C'est une occasion à ne pas manquer. ■

Linda Yueh dirige le China Growth Centre et enseigne l'économie au St. Edmund Hall, université d'Oxford.

Bibliographie :

Bergsten, C. Fred, 2009, "The Dollar and the Deficits: How Washington Can Prevent the Next Crisis," *Foreign Affairs* (November/December).

Orlik, Tom, and Scott Rozelle, 2009, "How Many Unemployed Migrant Workers Are There?" *Far Eastern Economic Review*.

Victor, David G., and Linda Yueh, 2010, "New Global Energy Order," *Foreign Affairs*, January/February.

Yueh, Linda, 2009, *The Law and Economics of Globalisation* (London: Routledge).

———, à paraître, "U.S., China and Global Imbalances," *China Economic Journal*.