

LA VRAIE MENACE DU DRAGON CHINOIS POUR L'ÉCONOMIE CANADIENNE PASSE PAR L'ONCLE SAM

Patrick Leblond



Depuis plusieurs mois, la Chine est au cœur des préoccupations de la presse économique. On nous parle de l'opportunité que représente le marché chinois et de la concurrence que les sociétés chinoises opposent à nos entreprises. Cependant, on ne mentionne guère la probabilité non négligeable qu'il y ait une crise financière en Chine. Or, selon Patrick Leblond, c'est à ce chapitre que la Chine constitue une vraie menace pour l'économie canadienne. Une telle crise, note-t-il, mettrait fin au financement chinois et asiatique de l'énorme déficit de la balance du compte courant américain, avec pour conséquences un net ralentissement économique chez notre voisin du Sud ainsi qu'une chute de la valeur relative de son dollar. Les entreprises canadiennes verraient alors leurs exportations vers les États-Unis diminuer fortement, ce qui causerait un sérieux ralentissement économique. Plutôt impuissantes à prévenir la réalisation d'un tel scénario, nos entreprises devraient cependant se préparer à faire face à la musique si le dragon chinois fait sa crise et force l'Oncle Sam à suivre une cure d'amaigrissement.

It seems that China has been on every Canadian (and foreign) business magazine's front cover in recent months. We are told that the Chinese market represents an astonishing business opportunity for Canadian companies and that Chinese enterprises are ferociously competing against them. Unfortunately, too few of these reports mention the significant probability of a Chinese financial crisis. Yet, says Patrick Leblond, there lies the real threat that China poses for the Canadian economy. Such a crisis would bring an end to the Chinese and Asian financing of the massive US current account deficit. This would provoke a recession south of the border and a fall in the US dollar's relative value. As a result, Canadian companies exporting to the United States in particular and the Canadian economy in general would be badly hurt. Powerless to prevent the occurrence of such a nightmarish scenario, businesses should however be ready to face the music if the Chinese dragon has a financial crisis that forces Uncle Sam to give up its Atkins diet for a low calorie one.

Depuis plusieurs mois, la Chine est au cœur des préoccupations de la presse économique. D'un côté, on nous parle de l'opportunité que représente le marché chinois pour nos entreprises, surtout dans le secteur des ressources naturelles. De l'autre, on fait état de la concurrence que les entreprises chinoises opposent à nos sociétés, tant au Canada qu'aux États-Unis. Cependant, les médias canadiens et québécois ne mentionnent que rarement la possibilité, pourtant réelle, d'une crise finan-

cière chinoise et ses conséquences sur notre économie. Or, cette possibilité devrait nous préoccuper davantage car, si elle survenait, elle nuirait d'une part à nos exportations de matières premières vers la Chine en raison du ralentissement économique qui s'en suivrait, mais surtout, elle aurait des répercussions très négatives sur les États-Unis, qui dépendent grandement des capitaux chinois et asiatiques pour financer leur consommation excédentaire privée et publique. Ainsi, c'est moins comme concurrent commercial

que la Chine est menaçante pour le Canada que comme principal bailleur de fonds de notre principal partenaire commercial.

Les États-Unis encourent un déficit de la balance de leur compte courant (balance commerciale et paiements nets de dividendes, intérêts et transferts à l'étranger) depuis plusieurs années. Cela veut dire que les Américains consomment plus que ce qu'ils produisent et qu'ils s'endettent vis-à-vis l'étranger afin de financer leur consommation excédentaire. En soi, un déficit de la balance du compte courant n'est pas problématique, pas plus qu'un ménage qui s'endette. C'est lorsque l'endettement ne s'arrête plus qu'il y a problème. C'est exactement ce qui se passe aux États-Unis. Depuis 1990, le déficit de la balance du compte courant en pourcentage du produit intérieur brut (PIB) ne cesse de croître (voir Fig. 1). Il atteint maintenant 5,4 p. 100 du PIB américain.

Un déficit de plus de 5 p. 100 du PIB est généralement considéré comme étant insoutenable. En principe, un tel déficit devrait provoquer une dépréciation de la monnaie afin de favoriser les exportations au détriment des importations. En diminuant les importations (parce qu'elles sont plus chères) et en augmentant les exportations, une dépréciation de la monnaie permet de réduire le déficit de la balance du compte courant. Or, dans le cas des États-Unis, malgré une dépréciation de 14,5 p. 100 du taux de change réel effectif du dollar américain depuis le deuxième trimestre de 2002 (voir Fig. 2), le déficit de la balance du compte courant n'a pas diminué, au contraire. La raison en est que le gouvernement américain a recommencé à faire des déficits budgétaires en 2002 (voir Fig. 3). Ces déficits doivent être financés par l'épargne privée et comme l'épargne privée américaine est nulle ou négative depuis le milieu des années 1990, la consommation excédentaire du gouvernement américain doit aussi être financée par les étrangers, d'où le

maintien du déficit de la balance du compte courant malgré la dépréciation du dollar.

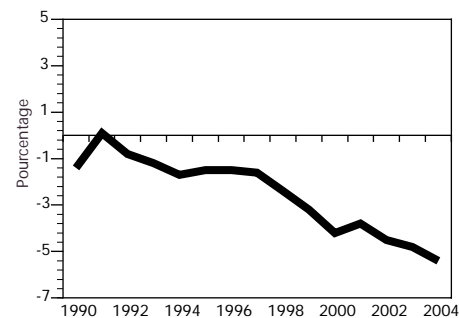
Selon une étude récente de la Federal Reserve Bank of New York, ce sont les banques centrales asiatiques, dont celle de la Chine, qui achètent des bons du Trésor américain. Les banques centrales asiatiques continuent de financer, grâce à l'épargne de leurs citoyens, l'endettement américain grandissant parce qu'elles désirent empêcher l'appréciation de leurs propres devises par rapport au dollar américain et, par le fait même, entre elles. En achetant des bons du Trésor, elles soutiennent la demande pour le dollar américain sur le marché international des devises. Cela empêche le dollar de chuter et permet aux Américains de continuer à vivre au-dessus de leurs moyens. Mais qu'arriverait-il si la Chine connaissait une crise financière ? Quel en serait l'impact sur l'économie canadienne ?

Les médias ont souvent fait état de la menace concurrentielle de la Chine ces derniers temps. Par exemple, on a mentionné l'opposition des fabricants canadiens de bicyclettes à l'élimination des tarifs imposés par le gouvernement fédéral sur les bicyclettes chinoises, indiquant que cette mesure allait mener nos producteurs à la ruine étant donné leurs coûts de production supérieurs. Ils ont aussi porté leur attention sur une étude de l'Agence américaine des douanes et de la protection des frontières (U.S. Customs and Border Protection Agency) qui soulignait que le rythme de croissance des exportations chinoises vers les États-Unis était tel que le Canada pourrait perdre son titre de premier partenaire commercial des États-Unis au profit de la Chine d'ici cinq ans. Une étude récente menée par les Manufacturiers et exportateurs du Québec va dans le même sens. Elle démontre que la part de marché des exportations québécoises sur le marché américain est passée de 3,6 à 2,9 p. 100 entre 1990 et 2003, alors

que celle des exportations chinoises est passée de 3 à 12 p. 100 au cours de la même période.

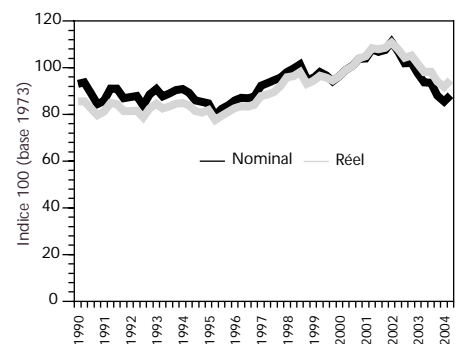
En même temps, les médias indiquent que la croissance économique chinoise est un baume pour

FIGURE 1 : BALANCE DU COMPTE COURANT AMÉRICAIN (EN % DU PIB)



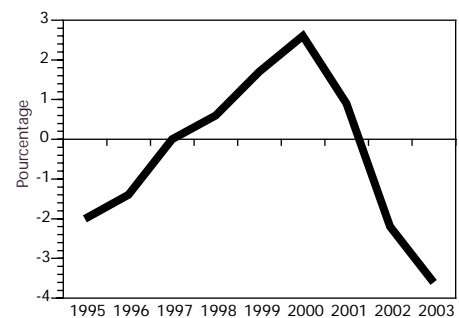
Source : Statistiques financières internationales, Fonds monétaire international.

FIGURE 2 : TAUX DE CHANGE EFFECTIF DU DOLLAR AMÉRICAIN (INDICE 100)



Source : Statistiques financières internationales, Fonds monétaire international.

FIGURE 3 : BALANCE FISCALE DU GOUVERNEMENT FÉDÉRAL AMÉRICAIN (EN % DU PIB)



Source : Statistiques financières internationales, Fonds monétaire international.

les entreprises canadiennes spécialisées dans l'extraction et la transformation des ressources naturelles. Le « boom » économique chinois crée une forte demande pour le pétrole, les métaux (acier, aluminium, cuivre, nickel et zinc), ainsi que pour les produits forestiers, chimiques et agricoles. La croissance de l'économie chinoise est tout simplement époustouflante. Entre 1999 et 2003, l'économie chinoise a crû à un taux annuel composé de 9,1 p. 100 selon une étude des conseillers en gestion McKinsey & Cie. Depuis 1990, le taux de croissance annuel moyen du PIB chinois est de 18,5 p. 100 selon une étude de Wendy Dobson pour l'Institut C.D. Howe. Malgré les efforts récents de contraction du crédit du gouvernement chinois pour ralentir l'économie en voie de surchauffe, l'Economist Intelligence Unit s'attend à des taux de croissance du PIB de 8,9 p. 100 en 2004 et 8,1 p. 100 en 2005.

L'investissement et l'exportation sont à la base de la croissance économique chinoise. Selon l'étude de McKinsey & Cie, l'investissement représente 40 p. 100 du PIB depuis 1997. Malgré une augmentation annuelle moyenne de 130 p. 100 depuis 1990 selon l'étude de Dobson, les investissements directs étrangers ne représentent que un dixième du total des investissements dans l'économie chinoise. C'est donc dire que l'épargne chinoise finance la grande majorité des investissements faits en Chine. C'est pourquoi le système bancaire joue un rôle clé dans le développement économique de la Chine. Cependant, comme nous le verrons plus loin, cela représente aussi un risque pour l'économie chinoise, avec des répercussions possibles importantes pour les États-Unis et le Canada.

Du côté des exportations, celles-ci représentent maintenant près de 30 p. 100 du PIB chinois. Les principales destinations pour les produits chinois sont les États-Unis (21,1 p. 100 du total), Hong Kong (17,4 p. 100) et le Japon (13,6 p. 100). La Corée du Sud vient loin en quatrième position avec



CP Photo

La croissance économique en Chine a été fulgurante au cours des dernières années. Mais plusieurs experts estiment que le taux de change fixe avec le dollar américain adopté par les autorités chinoises sous-estime la valeur du yuan. Cette politique confère un avantage concurrentiel aux entreprises chinoises et exerce une pression dangeureuse sur le système bancaire chinois, écrit Patrick Leblond.

4,6 p. 100 du total des exportations chinoises selon l'étude de McKinsey & Cie. La Chine est également un importateur important, car elle a besoin de matières premières, d'équipements et de machinerie pour soutenir et augmenter sa production. Selon l'étude de Dobson,

les importations représentaient 24,4 p. 100 du PIB chinois en 2002. Le Japon, Taïwan, la Corée du Sud, les États-Unis et l'Allemagne étaient ses principaux fournisseurs en 2003 selon McKinsey & Cie. De plus, on note l'émergence progressive d'une classe moyenne chinoise

qui demande des produits de consommation dits de luxe, provenant souvent de l'étranger (ex. : voitures, appareils électroménagers, etc.).

La croissance et le développement de l'économie chinoise ne se font pas sans problèmes. Les institutions nécessaires au bon fonctionnement de l'économie telles que le respect des droits de

Les institutions nécessaires au bon fonctionnement de l'économie telles que le respect des droits de propriété intellectuelle, des administrations publiques et des tribunaux compétents et honnêtes, des lois et règlements clairs, etc. font encore grandement défaut en Chine. Et le problème le plus grave auquel elle fait face pour l'instant est la fragilité de son système bancaire.

propriété intellectuelle, des administrations publiques et des tribunaux compétents et honnêtes, des lois et règlements clairs, etc. font encore grandement défaut en Chine. Et le problème le plus grave auquel elle fait face pour l'instant est la fragilité de son système bancaire.

Le système bancaire chinois est au cœur du développement économique du pays, canalisant les dépôts des Chinois vers les investissements en infrastructures, bâtiments, usines, entrepôts, etc. : 90 p. 100 des investissements sont financés par les banques. Malheureusement, ce système est très inefficace puisque l'allocation du capital répond trop souvent encore à des impératifs politiques plutôt qu'économiques. Ainsi, les quatre grandes banques commerciales qui dominent le marché chinois sont toutes détenues par le gouvernement. Ce sont de grosses bureaucraties où la corruption est omniprésente. La majorité des grandes entreprises chinoises sont également détenues par l'État et tout aussi bureaucratiques et inefficaces, bien que le gouvernement tente d'y faire le ménage depuis quelques années.

L'octroi de prêts selon une logique politique signifie que des projets peu solides sur le plan économique reçoivent souvent du financement malgré tout. Beaucoup de gaspillage a eu lieu de cette manière jusqu'à maintenant, de sorte que les banques se retrouvent avec une montagne de prêts non performants, c'est-à-dire des prêts dont les intérêts ne sont pas

payés et qui ne font pas l'objet de remboursements. Selon le Fonds monétaire international (FMI), 20 p. 100 des prêts octroyés par les banques commerciales publiques étaient non performants en 2003, ce qui représente 16 p. 100 du PIB chinois.

Cette situation a rendu la tâche du gouvernement chinois plus difficile lorsque le temps est venu de ralentir l'économie qui commençait à surchauffer,

L'octroi de prêts selon une logique politique signifie que des projets peu solides sur le plan économique reçoivent souvent du financement. Beaucoup de gaspillage a eu lieu de cette manière jusqu'à maintenant, de sorte que les banques se retrouvent avec une montagne de prêts non performants, c'est-à-dire des prêts dont les intérêts ne sont pas payés et qui ne font pas l'objet de remboursements. Selon le Fonds monétaire international (FMI), 20 p. 100 des prêts octroyés par les banques commerciales publiques étaient non performants en 2003, ce qui représente 16 p. 100 du PIB chinois.

fer, au début de l'année 2004. Alors qu'il suffit ici à la Banque du Canada d'augmenter son taux directeur pour ralentir l'investissement, en Chine le gouvernement a dû intervenir directement par l'entremise des banques en limitant l'octroi de crédits bancaires, autant pour les nouveaux projets d'in-

vestissement que pour le fonds de roulement des entreprises. Le gouvernement chinois craignait qu'une augmentation du taux directeur de la Banque populaire de Chine ne mît en péril la viabilité du système bancaire. Cela aurait aussi rendu plus difficile la tâche de maintenir fixe le taux de change entre le yuan chinois et le dollar américain. Ce qui est inquiétant, c'est que, selon le *Financial Times*, ces restrictions administratives auraient été appliquées avec plus de diligence aux entreprises privées, moins bien branchées politiquement, qu'aux entreprises d'État. Cela veut dire que l'allocation du crédit a continué d'être biaisée.

Cette situation s'explique par la décentralisation des systèmes bancaire et politique chinois. L'octroi du crédit se décide au niveau local, pour des raisons politiques locales. Dans ce cas, il est donc difficile pour les autorités centrales à Pékin de faire respecter leurs volontés à court terme. En conséquence, l'économie chinoise n'a pas vraiment ralenti sa croissance et les pressions inflationnistes persistent.

Face à l'inefficacité des mesures administratives adoptées pour limiter l'octroi du crédit bancaire, la Banque populaire de Chine s'est vue dans l'obligation d'augmenter son taux directeur de 27 points de pourcentage le 28 octobre dernier, pour la première fois depuis 1995. En conséquence, le

prix des métaux et des actions de compagnies minières mondiales comme Alcan et Inco ont baissé face à la possibilité d'un ralentissement significatif de la demande chinoise pour de tels produits, surtout devant la possibilité de nouvelles hausses du taux directeur.

Cet exemple montre bien combien une diminution de la croissance économique chinoise peut influencer négativement sur l'économie canadienne, sur le secteur des ressources naturelles notamment. Cependant, la vraie menace pour le Canada se trouve au niveau du système monétaire chinois, plutôt qu'au niveau des échanges commerciaux.

La Chine possède présentement un régime de taux de change fixe avec le dollar américain. Cependant, plusieurs experts et gouvernements sont d'avis que le taux de change actuel sous-évalue le yuan, conférant par le fait même un avantage concurrentiel aux entreprises exportatrices chinoises. Afin de rétablir l'équilibre de son taux de change ainsi que l'équité concurrentielle internationale, ils croient que le gouvernement chinois devrait réévaluer le yuan par rapport au dollar américain (et dans la foulée, par rapport au dollar canadien). Certains gouvernements, dont celui des États-Unis, demandent à la Chine d'aller jusqu'à abandonner son régime de taux de change fixe et de laisser le yuan flotter au gré du marché afin qu'il puisse s'apprécier à sa juste valeur.

Une réévaluation (ou appréciation) du yuan serait doublement bénéfique pour l'économie du Canada. D'une part, la position concurrentielle de nos entreprises sur le marché américain s'améliorerait puisque les produits chinois deviendraient relativement plus chers alors que les prix des produits canadiens n'auraient pas changé. D'autre part, le prix des importations canadiennes en Chine diminuerait.

Selon un article récent de Fred Bergsten, directeur du prestigieux

Institute for International Economics, paru dans la revue *The Economist*, une réévaluation du yuan de 20 à 25 p. 100 contribuerait aussi à réduire la croissance économique de la Chine (grâce à une plus faible demande pour ses produits), ce qui permettrait à au gouvernement chinois d'atteindre son objectif d'un « atterrissage en douceur » (*soft landing*). Une telle réévaluation servirait aussi à restreindre l'inflation chinoise grâce à la réduction du prix des importations. Finalement, cela réduirait l'entrée de capitaux spéculatifs (misant actuellement sur le fait qu'une réévaluation aura effectivement lieu) qui stimulent la croissance de la masse monétaire et du crédit.

Bien qu'un tel refus de réévaluer le yuan représente une mauvaise nouvelle pour les entreprises canadiennes, ce sont ses conséquences sur le système bancaire chinois qui pourraient être beaucoup plus néfastes pour l'économie canadienne. En effet, la sous-évaluation du yuan augmente le risque que le système bancaire chinois s'effondre et ce, malgré les mesures prises par le gouvernement pour prévenir un tel scénario.

Le gouvernement chinois refuse toutefois de réévaluer ou de laisser flotter le yuan pour l'instant. Lors de la dernière rencontre du G7 en marge de la rencontre du Fonds monétaire international (FMI) et de la Banque mondiale en octobre dernier, la Chine, qui était l'invitée d'honneur des ministres des finances et des gouverneurs des banques centrales des pays du G7, a refusé de modifier son régime de taux de change, jugeant que le temps n'était pas encore opportun.

Bien qu'un tel refus de réévaluer le yuan représente une mauvaise nouvelle pour les entreprises canadiennes, ce sont ses conséquences sur le système bancaire chinois qui pourraient être beau-

coup plus néfastes pour l'économie canadienne. En effet, la sous-évaluation du yuan augmente le risque que le système bancaire chinois s'effondre et ce, malgré les mesures prises par le gouvernement pour prévenir un tel scénario. Comme les mesures administratives pour restreindre le crédit bancaire sont peu efficaces et que les fonds étrangers continuent d'entrer massivement dans le territoire chinois, la banque centrale chinoise doit continuer à acheter des actifs financiers étrangers (ex. bons du Trésor américain) et ainsi réduire la demande pour le yuan afin de maintenir le taux de change fixe et les taux d'intérêt inférieurs à leur niveau d'équilibre. Dans la même optique, le gouverne-

ment permet de plus en plus aux entreprises chinoises d'investir à l'étranger. Ces investissements se font surtout dans le secteur des ressources naturelles afin de réduire la dépendance de la Chine envers l'étranger. L'acquisition probable de Mines Noranda (une des plus importantes sociétés minières canadiennes) par China Minmetals est un bon exemple de cette nouvelle politique d'investissement à l'étranger (baptisée « Go Out » en anglais).

Malgré l'augmentation des investissements chinois à l'étranger, l'économie chinoise continue de voir sa masse monétaire s'accroître rapidement. La pression inflationniste et l'inefficacité des investissements qui s'ensuit augmentent le risque que la croissance économique se transforme en une bulle artificielle qui finira par éclater, comme ce fut le cas pour le secteur des technologies de l'information en 2000. Un tel scénario agirait comme un raz de marée pour le système bancaire chinois qui n'a pas encore les reins assez solides pour faire face à une dégringolade de l'économie, les réserves actuelles des banques commerciales chinoises (moins que la norme minimale internationale de 8 p. 100 du total des prêts pondéré par le niveau de risque)

étant encore insuffisantes compte tenu de la piètre qualité de leurs portefeuilles de prêts.

Une telle crise bancaire en Chine et l'« atterrissage forcé » (*hard landing*) de l'économie qu'elle entraînerait provoqueraient sûrement un arrêt des entrées de capitaux étrangers, si ce n'est une sortie nette de fonds vers des eaux plus calmes. Au pire, la Chine vivrait une crise similaire à celle que ses voisins asiatiques ont vécue en 1997.

Une crise financière chinoise affecterait négativement l'économie américaine de façon directe, bien sûr. Cependant, elle l'affecterait aussi de façon indirecte en raison de l'impact qu'elle aurait par ailleurs sur les économies des autres pays asiatiques qui transigent et investissent beaucoup en Chine, comme le Japon par exemple.

Mais même si la Chine parvenait à éviter une telle crise causée par des sorties de fonds massives et l'effondrement de son taux de change, l'économie américaine n'en serait pas moins grandement affectée. Jusqu'à maintenant, les politiques monétaires et de taux de change de la Chine et de ses voisins asiatiques ont permis aux États-Unis de garder ses taux d'intérêt bas et de financer son énorme déficit de la balance du compte courant. Par exemple, les réserves officielles chinoises sont d'environ 500 milliards de dollars US et celles-ci sont constituées majoritairement d'obligations et de bons du Trésor américains.

Une crise financière chinoise affecterait négativement l'économie américaine de façon directe, bien sûr. Cependant, elle l'affecterait aussi de façon indirecte en raison de l'impact qu'elle aurait par ailleurs sur les économies des autres pays asiatiques qui transigent et investissent beaucoup en Chine, comme le Japon par exemple. Un arrêt du financement de ce déficit de la balance du compte courant américain par la Chine et indirectement par ses voisins asiatiques provoquerait une augmentation importante des taux d'intérêt améri-

cains en plus d'une dépréciation majeure du dollar américain. Dans ce cas, les exportations canadiennes vers les États-Unis seraient doublement touchées. De un, le ralentissement de l'économie américaine causé par une hausse des taux d'intérêt réduirait la demande pour les produits canadiens. De deux, la dépréciation du dollar américain rendrait les produits canadiens beaucoup plus chers pour les manufacturiers et les consommateurs américains.

C'est ainsi que la vraie menace de la Chine pour les entreprises et l'économie canadiennes passe par le déficit de la balance du compte courant américain plutôt que par la concurrence des entreprises chinoises sur les marchés américain et canadien. Au moins, dans le cas de la concurrence chinoise, les entreprises canadiennes peuvent s'ajuster. Elles peuvent se spécialiser dans des créneaux à plus grande valeur ajoutée. Elles peuvent aussi améliorer leur productivité en investissant dans de nouveaux équipements, ce que facilite l'appréciation récente du dollar canadien. Finalement, elles peuvent décider de déménager une partie de leur production à l'étranger afin de profiter d'une main-d'œuvre moins chère. Face à une crise financière chinoise et à son effet sur l'économie américaine, les entreprises canadiennes sont plutôt impuissantes. Malheureusement, les gouvernements canadiens le sont aussi.

Devant le refus du gouvernement chinois de réévaluer le yuan et la possibilité d'une crise bancaire chinoise, le gouvernement canadien dispose de modestes moyens de pression. Déjà, la participation de la Chine à la rencontre des ministres des finances et des gou-

verneurs des banques centrales des pays du G7 était une première. Et même si cette rencontre n'a pas eu les effets escomptés, l'expérience devrait être renouvelée. Le Canada peut également tenter d'influencer la politique monétaire chinoise via la CEAP (Coopération économique Asie-Pacifique), mais cette option demeure illusoire car à l'heure actuelle les membres les plus influents de la CEAP (ex. : Japon et États-Unis) profitent du statu quo. Le Canada devrait également soutenir la Chine dans ses efforts pour réformer son système bancaire et son économie en général en lui fournissant une assistance technique généreuse. Enfin, le gouvernement Martin (en collaboration avec le FMI et les gouvernements d'autres pays) peut aussi tenter de convaincre le gouvernement américain de remédier à son déficit de la balance du compte courant en réduisant son déficit budgétaire.

En somme, cela veut dire que le gouvernement fédéral et les gouvernements provinciaux ne peuvent que se préparer à faire face à un dur choc économique si l'économie chinoise s'effondre. En ce sens, une gestion serrée des finances publiques s'impose encore, de manière à disposer de la marge de manœuvre nécessaire pour faire face aux nouvelles dépenses qu'engendrerait un ralentissement économique chez nos voisins du Sud et ce, sans trop augmenter l'endettement public, ce qui est particulièrement impératif dans certaines provinces déjà bien endettées, comme le Québec. Les gouvernements pourraient également encourager nos entreprises à inclure la possibilité d'un tel scénario dans leurs plans stratégiques et prévisions financières, pour leur permettre de faire face à la musique, le cas échéant.

Patrick Leblond est professeur adjoint au Service de l'enseignement des affaires internationales à HEC Montréal. Il peut être rejoint à patrick.leblond@hec.ca.