



Croissance économique : comment la relancer et la maintenir?

Forum financier asiatique
Hong Kong, janvier 2015

N° 81

Des économistes renommés du monde entier ont discuté du point de vue de l'Asie sur la « Croissance durable dans un monde en changement » au Forum financier asiatique qui a eu lieu à Hong Kong le 19 et le 20 janvier.

Encore une fois, j'ai été invité à diriger la délégation canadienne à la conférence annuelle qui portait cette année sur les trois sujets suivants :

1. L'incapacité de l'économie mondiale à maintenir ses taux de croissance dans les six années qui ont suivi la crise financière mondiale de 2008;
2. Les obstacles à la relance de l'économie;
3. Les moyens de relancer l'économie.

Différentes conditions dans différentes économies

Olivier Blanchard, économiste en chef du FMI, a déclaré que le malaise de l'économie mondiale s'explique par le passé et le présent. Il explique la persistance de la faible croissance de l'économie mondiale par le surendettement dans les années précédant la crise financière qui a été suivi du désendettement des entreprises, des particuliers et des gouvernements au cours des six dernières années – compression des dépenses avec des attentes généralisées de persistance de faible croissance et d'une mauvaise conjoncture pour faire des investissements –, ce qui a diminué les dépenses d'investissement.

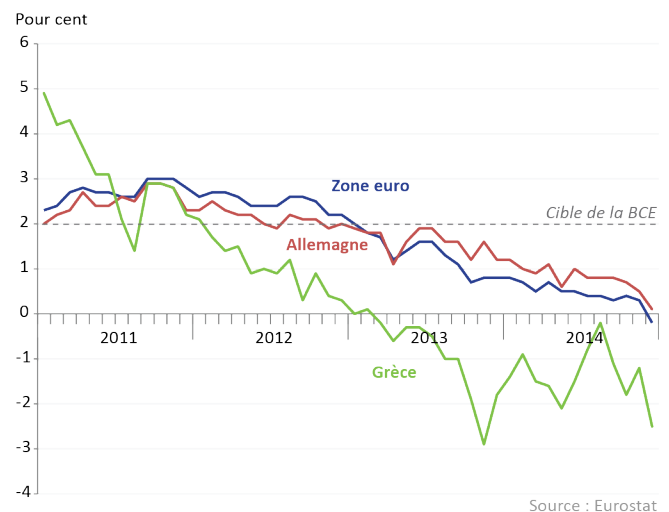
Cependant, les discussions tenues au cours de la conférence ont établi clairement que les conditions économiques difficiles ne sont pas les mêmes dans tous les pays. Le Japon est embourbé dans une déflation depuis la fin des années 90. Depuis la crise financière, la croissance s'essouffle en Europe et elle s'accompagne de périodes de récession. La diminution régulière des taux d'inflation, bien en deçà du taux cible de 2 % fixé par la BCE, soulève des craintes de déflation et de l'effondrement inexorable des taux de croissance en Europe.

Par contre, les pays asiatiques, notamment la Chine et l'Inde, ont évité le gros de la crise parce que leur secteur financier s'est abstenu de la plupart des excès en matière de surendettement et d'emprunts. La croissance économique aurait pu être

plus grande dans ces pays s'ils n'avaient pas été rattrapés par le ralentissement économique des pays développés. Par exemple, la croissance économique de la Chine continentale s'est constamment ralentie en passant d'un taux de croissance annuel flamboyant et sensiblement stable de 10 % au cours des quelque 30 années depuis l'ouverture de la Chine à la fin des années 70, à une croissance estimée de 7 % l'an dernier. À court terme, ce ralentissement aura un impact négatif sur l'économie mondiale à cause de l'importance grandissante de l'économie chinoise sur le reste du monde.

Pressions déflationnistes en Europe

Allemagne, Grèce et la zone euro

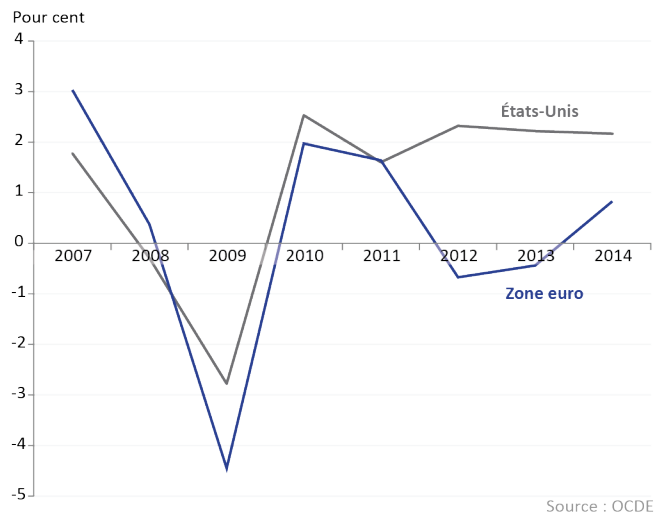


L'économie des États-Unis est perçue comme la leur d'espoir sur la scène internationale si elle peut remplir son rôle traditionnel de locomotive de la croissance mondiale. Cependant, même là on doute de la durabilité de la reprise, particulièrement si la Fed tient compte de la croissance du marché du travail et des pressions inflationnistes. Les pays émergents craignent une inversion des flux de capitaux de leurs marchés vers les États-Unis et de l'impact négatif sur la croissance future. C'est dans ce contexte que Paul Krugman, Prix Nobel d'économie, a fait un commentaire perspicace. Il a déclaré que les décideurs

politiques se sont préoccupés beaucoup trop longtemps de la résurgence de l'inflation et de la hausse des rendements obligataires alors que la conjoncture internationale était caractérisée par le désendettement et une stagnation séculaire, à cause surtout du vieillissement de la population. Même si sa description est conforme à sa suggestion d'adopter des politiques macroéconomiques plus stimulantes, il est clair que les décideurs politiques sont en train de changer d'attitude, à cause en partie de la baisse du cours du pétrole. Krugman n'est pas convaincu que la Fed mène une politique d'austérité.

Ralentissement de la croissance du PIB

États-Unis vs la zone euro



Les réformes financières et leur impact sur la croissance économique

Une bonne partie de la conférence a été consacrée au programme de la réforme financière des marchés des capitaux et de son impact sur la croissance économique. Plusieurs panels de discussion ont conclu généralement que les mesures pour imposer des réformes financières visant la stabilité des marchés, et en conséquence la stabilité de l'économie, sont nécessaires à une croissance durable, malgré l'impact négatif sur les prêts bancaires et la négociation de valeurs mobilières.

Les conférenciers ont conclu que les plus grands succès de la réforme ont été la mise en œuvre des exigences de l'Accord de Bâle III sur les fonds propres et la liquidité, et le développement d'une union bancaire dans l'UE qui permet une supervision efficace et une dissociation par rapport aux emprunts souverains et qui rétablit la confiance. Le gouverneur de la Banque centrale de Suède, Stefan Ingves, a souligné que les banques européennes et suédoises, dont les bilans sont plus solides à cause des nouvelles exigences sur les fonds propres, ont continué à faire des prêts commerciaux en Europe. Il a ajouté qu'il y a très peu d'éléments qui permettent de conclure à un resserrement du crédit sur les marchés européens depuis l'entrée en vigueur des normes plus sévères. Il mentionne que les banques suédoises, avec des fonds propres constitués d'actions et de capital de première catégorie supérieurs au seuil de 7 % fixé par l'Accord de Bâle, et un ratio de liquidité à court

terme (LCR) de plus de 100 %, ont maintenu leurs activités de prêt dans une fourchette acceptable.

On a reconnu que les réformes des dérivés de gré à gré introduites par les directives du G20 ont été conduites sans coordination entre les divers pays clés. Le résultat a été une création d'obstacles aux activités des marchés et une perturbation mondiale des activités de négociation, de financement et d'investissement. Il était inévitable que les marchés des dérivés peu réglementés à l'échelle internationale, qui avaient changé dans les années précédant la crise et qui ont été à l'épicentre de la crise financière, aient à subir une réforme majeure sur les plans de la supervision, des activités de négociation et de la compensation. Cependant, il est malheureux que les organismes de réglementation n'aient pas été capables de se consulter pour élaborer et mettre en œuvre des réformes semblables. Les organismes de réglementation sont aux prises maintenant avec le travail difficile, de longue haleine et ardu de refaire les règles, de négocier des ententes de réciprocité réglementaire ou de déléguer cette tâche à d'autres autorités, de minimiser les chevauchements réglementaires, d'augmenter les efficacités, et de faciliter les flux financiers entre les marchés.

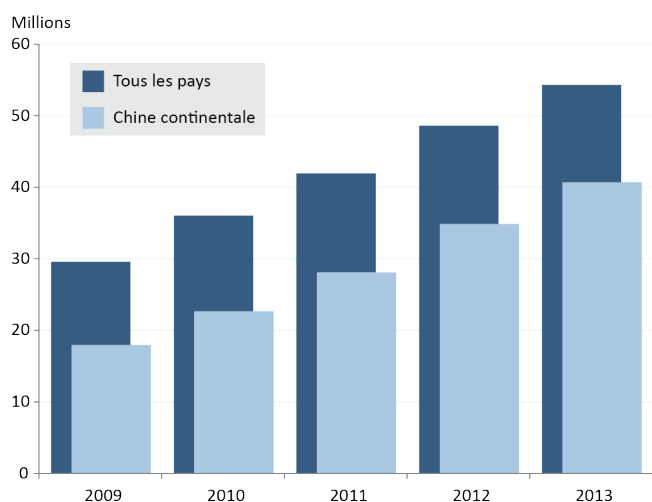
Pour augmenter les sources de financement et aider les petites entreprises à se financer, des organismes de réglementation ont parlé de changements structurels visant à diminuer le rôle prépondérant du système bancaire au profit des marchés des capitaux. L'UE vient d'adopter l'Union des marchés de capitaux – un ensemble de réformes pour encourager le financement par les marchés en augmentant la transparence des marchés et renforçant la confiance des investisseurs –, et des réformes sur la fourniture d'informations dans les activités de mobilisation des capitaux. L'objectif est d'augmenter l'importance des fonds privés de capitaux propres, de la titrisation et du financement participatif dans les activités de financement. Cependant, le passage vers un refinancement par les marchés est un projet à long terme, car il y a plusieurs facteurs qui ne dépendent pas de la réglementation des valeurs mobilières, comme la fiscalité, les changements institutionnels, et la confiance des investisseurs dans les marchés et les perspectives économiques.

Perspectives économiques de la Chine continentale : atterrissage difficile ou en douceur?

Les perspectives économiques de la Chine continentale ont été discutées par divers panels au cours de la conférence. Il est généralement reconnu qu'un certain nombre de mesures et politiques indiquent une intégration progressive de la Chine dans l'économie mondiale et que la Chine ne se fie plus seulement aux exportations pour stimuler sa croissance. Le nouveau lien boursier qui relie la Bourse de Shanghai à la Bourse de Hong Kong permet aux investisseurs qui ne sont pas en Chine de négocier des titres « A » inscrits à la Bourse de Shanghai et aux investisseurs chinois de négocier les titres inscrits à la Bourse de Hong Kong. Même si la liste des titres qui peuvent être négociés par le lien boursier est

réduite, on s'attend qu'avec le temps ces flux transfrontaliers augmenteront d'une part à cause du plus grand intérêt des investisseurs et d'autre part à cause du plus grand nombre de titres offerts par le lien boursier. La création de plus de cinq centres de transactions du renminbi, le dernier à Toronto, encouragera l'internationalisation en cours du marché du renminbi et plus tard la pleine convertibilité du renminbi. Enfin, dans le cadre du programme de réformes en cours, la Chine a établi un certain nombre de zones franches dans des villes chinoises, en libéralisant la réglementation dans ces villes pour faciliter les activités commerciales internationales. Selon un sondage en temps réel réalisé auprès de plusieurs participants à la conférence, le programme de réformes en cours est un des facteurs clés de la croissance de l'économie de la Chine continentale.

Visiteurs à Hong Kong



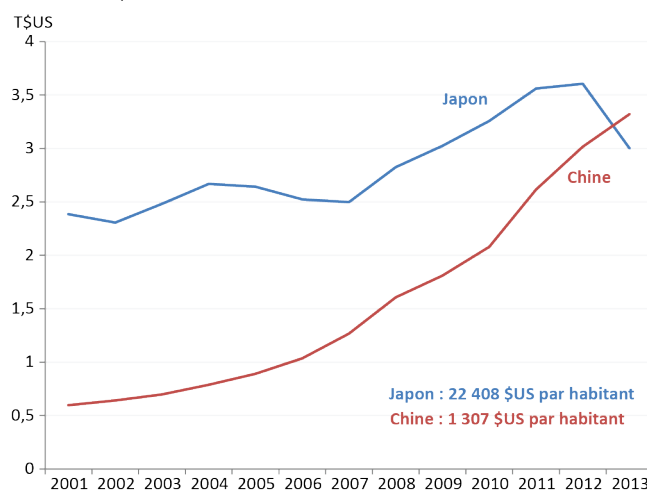
Source : Commission touristique de Hong Kong

Une des conséquences de la croissance économique soutenue et de l'expansion de la classe moyenne en Chine est l'augmentation de la demande de services financiers, particulièrement des services de gestion de patrimoine. Ces services sont variés. Ils englobent les fonds d'investissement gérés, les produits d'assurance, la planification financière et la planification successorale. Les banques d'investissement et compagnies d'assurance internationales sont présentes sur le marché de Hong Kong, plutôt qu'en Chine continentale, pour faire affaire avec leurs clients chinois. Le marché de Hong Kong a pris de l'expansion, en partie parce que la réglementation en Chine continentale est compliquée et dispendieuse, notamment les restrictions imposées aux activités commerciales des institutions financières étrangères sur le marché chinois, la limitation des succursales, et l'exigence d'une participation (généralement de 50 %) dans les coentreprises détenues par une entreprise membre d'un groupe qui fait affaire en Chine continentale. Il s'avère que la facilité d'accès du marché de Hong Kong lui permet d'être une plateforme pour les activités de gestion de patrimoine, en plus d'offrir l'avantage d'un système judiciaire qui se conforme strictement à des règles de droit. On estime qu'il y a environ

50 000 visiteurs à Hong Kong qui proviennent chaque jour de la Chine continentale – un total de quelque 18 millions de visiteurs par année.

Dépenses de consommation des ménages

Chine vs Japon



Source : Federal Reserve, Economist, Banque mondiale, ACCVM

On a discuté de la possibilité d'un atterrissage difficile ou d'un ralentissement important de l'économie chinoise. La plupart des participants à la conférence, si on se fie au sondage réalisé durant la conférence, sont relativement optimistes sur l'avenir de la Chine. Ils soulignent cependant que la surchauffe du secteur immobilier et l'apparition de problèmes dans le secteur bancaire parallèle sont susceptibles de nuire à l'économie. À ce sujet, Paul Krugman a fait des observations intéressantes dans son discours sur les menaces à l'économie de la Chine continentale. Il a fait remarquer que la croissance se maintiendra en Chine si elle réussit à passer d'une économie basée sur des investissements liés aux dépenses d'infrastructure et au secteur de l'exportation à une économie basée sur les dépenses de consommation. Si elle ne peut pas passer facilement et rapidement à une économie de consommation, l'économie risque d'être en sérieuse difficulté et la croissance pourrait ralentir.

La transition ne sera pas facile à cause du peu de mesures de sécurité sociale en Chine, particulièrement en matière de retraite et soins de santé. Les conférenciers ont insisté sur le fait que le taux élevé d'épargne n'est pas un hasard, mais qu'il découle directement du besoin de couvrir les soins de santé de bonne qualité d'une population qui vieillit rapidement et de l'augmentation de la demande pour des médicaments et traitements médicaux spécialisés. Les dépenses en soins de santé ont explosé en Chine, en passant de 11 G\$US au début du siècle à 360 G\$US aujourd'hui. Un recours accru aux produits de gestion de patrimoine, comme l'assurance, pourrait diminuer les besoins de liquidité. Cependant, l'épargne personnelle est encore nécessaire pour pourvoir à ces besoins et s'assurer de revenus à la retraite. Tous ces facteurs compliquent la transition vers une société de consommation.

L'Europe et le Japon vont-ils se redresser avec la chute des cours du pétrole et la dévaluation des devises?

Alors que l'Europe et le Japon continuent d'être à la traîne de l'économie mondiale, on croit que la baisse de 50 % des cours du pétrole et la dévaluation de l'euro et du yen relanceront leur croissance. On estime que ces facteurs ajouteront au moins un demi-point de pourcentage à l'augmentation du PIB au Japon. Pendant ce temps, l'effondrement des cours du pétrole et les sanctions commerciales ont eu un effet dévastateur sur l'économie russe.

La réforme structurelle au Japon, la troisième mesure adoptée par le gouvernement Abe, est perçue comme extrêmement importante pour faciliter les politiques fiscales et monétaires. Parmi les éléments clés de la réforme structurelle, il y a l'élimination des barrières à l'investissement étranger et des changements de politique en matière d'immigration pour limiter l'effondrement de la population

Paul Achlieter, président du conseil de surveillance de la Deutsche Bank, et Michael Diekmann, président du conseil de surveillance d'Allianz, se sont montrés optimistes au sujet de l'économie de l'Europe. La croissance continuera d'être anémique à court terme, mais elle sera stimulée par la baisse des cours du pétrole et un euro plus faible. Le programme d'assouplissement quantitatif de la BCE relâchera les pressions déflationnistes. Achlieter a déclaré que les inquiétudes de diminution importante des dépenses de consommation à cause des légères baisses de prix étaient quelque peu exagérées. Il a souligné que la baisse constante des prix des produits électroniques n'a pas empêché les consommateurs de dépenser.

Le besoin : stimuler la croissance dans un monde vieillissant

Les décideurs politiques sont aux prises avec le défi majeur de relancer une croissance mondiale durable. Il ne s'agit pas seulement de trouver la bonne combinaison de politiques macroéconomiques pour stimuler la demande. Le problème est exacerbé par les changements démographiques qui ont aggravé la stagnation économique, pas seulement dans les pays développés, mais aussi en Chine à cause du vieillissement rapide de sa population. De plus, l'étroite intégration de l'économie mondiale exige une coordination des décideurs politiques pour synchroniser les politiques macroéconomiques, harmoniser les réglementations des valeurs mobilières afin que les mouvements de capitaux soient efficaces, et garantir l'ouverture des marchés aux activités commerciales. Le G20 et les institutions multilatérales, comme le FMI, l'OCDE, l'OICVM et le FSB, ont joué un rôle clé pour relancer la croissance mondiale, stabiliser le marché dans les années qui ont suivi la crise, et coordonner les politiques économiques, commerciales et financières. Cependant, il en reste beaucoup plus à faire.

Je tiens à exprimer une reconnaissance toute particulière à Eon Song, analyste des marchés des capitaux, qui a fourni les analyses et l'assistance technique.

Veuillez agréer les salutations distinguées.



Ian C. W. Russell, FCSI
Président et chef de la direction de l'ACCVM
Janvier 2015