



Un capital sous-utilisé

Dans une usine d'État de Shanghai, une ouvrière fabrique des pièces d'harmonica.

David Dollar et Shang-Jin Wei

En cessant de privilégier les investissements dans des entreprises publiques inefficaces, la Chine pourrait rehausser sensiblement le niveau de vie sans sacrifier la croissance

LA CROISSANCE chinoise est tellement rapide qu'il peut paraître superflu de suggérer des moyens de l'améliorer. Elle repose pour une grande part sur l'accumulation de capital et les exportations. Ces dernières années, le ratio investissement/PIB est resté élevé et n'a cessé d'augmenter : il est passé de moins de 35 % il y a dix ans à plus de 40 % en 2005 (graphique 1), résultats bien meilleurs que ceux des pays avancés et même que la plupart des autres pays d'Asie de l'Est (où ce ratio a tourné autour de 25 % en moyenne ces dernières années). Nombre de spécialistes de la Chine doutent de l'efficacité de certains investissements, en particulier ceux des entreprises publiques, car le rendement du capital est supérieur dans les entreprises privées nationales et étrangères. Autrement dit, celles-ci pourraient obtenir les mêmes résultats avec moins de capitaux, ce qui libérerait des ressources pour d'autres emplois, par exemple l'accroissement de la

consommation. Une plus grande efficacité améliorerait aussi la rentabilité des sociétés et, du même coup, le bilan des banques qui les financent.

Plusieurs facteurs peuvent expliquer que les entreprises publiques sont globalement moins efficaces que leurs homologues privées :

- Davantage soumises aux interventions administratives, elles sont peut-être moins libres d'embaucher, de licencier et de réorienter la production en fonction de l'évolution du marché.

- Rares sont les entreprises publiques où le système de rémunération incite les gestionnaires à maximiser l'efficacité économique et à éviter le surinvestissement ou la constitution d'« empires industriels ».

- Dans certaines entreprises publiques, la gouvernance laisse à désirer, ce qui peut donner aux dirigeants la possibilité de détourner des actifs à leur profit.

- Les banques, qui appartiennent le plus souvent à l'État, et le marché interne des capitaux ont favorisé directement les entreprises publiques dans le passé et continuent à le faire aujourd'hui par des moyens surtout indirects.

Pour tous ces motifs — gouvernance déficiente, incitations inappropriées dans les entreprises publiques et les banques d'État, accès limité des entreprises privées aux capitaux propres —, il se peut que le rendement du capital diffère en fonction du mode de propriété des entreprises. Cela signifie que, si la répartition des capitaux était moins faussée, l'effort d'investissement massif du pays pourrait être réduit sans affaiblir la croissance. Nous présentons ici les résultats de nouvelles recherches, qui quantifient les différences de rendement du capital en Chine et donnent une estimation des progrès de la consommation que pourrait permettre la suppression des facteurs d'inefficacité.

L'inégalité d'accès aux financements

Le système financier chinois est dominé par des banques largement aux mains de l'État et semble continuer à privilégier les entreprises publiques, malgré la pression constante des autorités en faveur d'une gestion plus commerciale (graphique 2). Bien que les entreprises publiques assurent une part décroissante de la production nationale (40 % en 2005, contre 53 % en 1995 et 70 % en 1985), leurs emprunts auprès des banques chinoises équivalent à plus de la moitié des crédits accordés par ces dernières. En outre, les entreprises où l'État est majoritaire représentent l'essentiel des sociétés cotées sur les deux bourses chinoises. Le fait que les entreprises privées sont plus petites et présentent parfois un risque de crédit supérieur explique en partie la préférence pour les entreprises publiques. Mais on entend fréquemment des firmes privées se plaindre de la difficulté à obtenir des financements pour leurs fonds de roulement et pour leurs investissements à long terme, même quand leur dimension et leur profil de risque sont comparables à ceux des entreprises publiques. Il arrive ainsi plus souvent aux entreprises privées qu'à leurs homologues publiques de devoir renoncer à des projets à haut rendement, faute de pouvoir les financer.

Le rendement du capital diffère-t-il sensiblement en fonction du mode de propriété des entreprises ou de leur localisation? Le pays a-t-il réussi à faire en sorte que le secteur financier cesse d'avantager les entreprises publiques après presque trois décennies de réformes économiques?

Pour répondre, nous avons utilisé une base de données dérivée d'une enquête conçue et effectuée par nous en 2005. Elle portait sur 12.400 entreprises industrielles, situées dans

«Il arrive plus souvent aux entreprises privées qu'à leurs homologues publiques de devoir renoncer à des projets à haut rendement, faute de pouvoir les financer.»

120 villes chinoises. Dans cet échantillon aléatoire stratifié, un tiers des entreprises sont grandes, un tiers de taille moyenne et un tiers petites. Le premier résultat intéressant est que 8 % seulement sont contrôlées majoritairement par l'État; c'est le signe que l'industrie de transformation se compose maintenant en grande partie d'entreprises privées, tant étrangères que chinoises (graphique 3). Mais, comme les entreprises publiques sont souvent beaucoup plus grandes, elles représentent à peu près un tiers du stock de capital couvert par l'enquête (graphique 4). Elles réalisent aussi un tiers environ des investissements et restent donc un élément important de l'économie nationale.

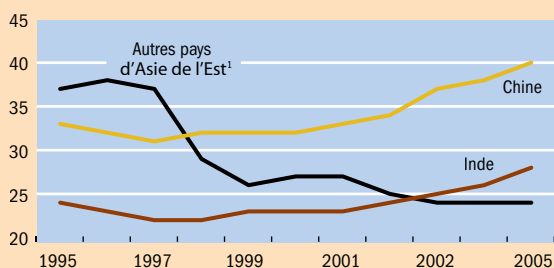
Pour toutes les entreprises d'un secteur et d'un lieu donnés, on a calculé le rendement du capital en divisant la valeur ajoutée, diminuée de la rémunération du travail, par le stock de capital. On a ensuite régressé les rendements estimés au niveau des entreprises sur un ensemble d'indicateurs

Graphique 1

Investissements massifs

La Chine investit beaucoup plus en proportion de son PIB que ses voisins.

(ratio investissements/PIB, 1995-2005)



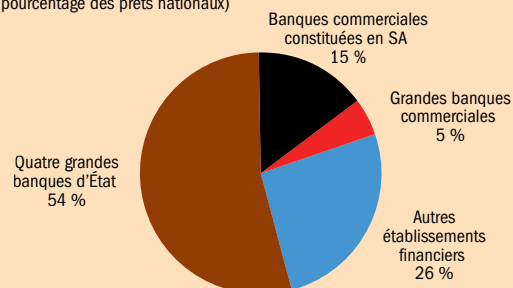
Source : FMI, *International Financial Statistics*.
¹Moyenne pour la Corée, la Thaïlande et Singapour.

Graphique 2

Les banques d'État dominent

Les quatre grandes banques favorisent les entreprises d'État et accordent plus de la moitié du total des prêts.

(pourcentage des prêts nationaux)



Source : *Almanac of China's Finance and Banking* (2005).

représentant des paires secteur-temps et des localisations géographiques ainsi que sur des indicateurs représentatifs du mode de propriété. Les indicateurs de secteur-année rendent compte de la possibilité que les rendements d'un secteur-année donné diffèrent des autres en raison de chocs du côté de la demande ou de l'offre. Les indicateurs de propriété mesurent les rendements de diverses catégories par rapport à ceux des entreprises privées nationales. Ces catégories sont définies de façon à s'exclure mutuellement : contrôle public intégral, contrôle public majoritaire, participation publique minoritaire, contrôle étranger intégral, contrôle étranger majoritaire (sans participation publique), participation étrangère minoritaire (sans participation publique) et propriété collective.

Pour les gestionnaires d'une entreprise, le produit marginal du capital (PMC) — la hausse du chiffre d'affaires associée à une unité supplémentaire de capital — est la somme du taux d'intérêt de marché, du taux d'amortissement et des distorsions du marché des capitaux que rencontre l'entreprise. Si le capital est réparti de façon efficiente, son rendement doit être égal pour toutes les entreprises, quels que soient le

secteur, la localisation ou le statut. Les différences de rendement entre deux entreprises du même secteur résultent surtout de l'inégalité de coût du capital. Si, par exemple, les entreprises publiques empruntent auprès des banques à de meilleures conditions que les entreprises privées ou obtiennent plus facilement l'accord de l'État pour se faire coter en bourse, leur rendement moyen tendra à être inférieur à celui des entreprises privées (graphique 5). Dans ce cadre, nous évaluons trois types d'inefficience ou de distorsion dans l'affectation des capitaux en fonction du statut, de la localisation et du secteur.

Plusieurs conclusions intéressantes se dégagent :

- Fondamentalement, **il s'avère que le rendement du capital des entreprises contrôlées par l'État est inférieur à celui des entreprises privées ou étrangères**. Le taux médian est de 63 % pour les entreprises privées, contre respectivement 37 % et 52 % pour les entreprises à contrôle public intégral et majoritaire. Si ces chiffres paraissent élevés, c'est parce qu'ils sont calculés avant impôt et amortissement et reflètent toutes les autres distorsions du coût du capital. L'essentiel est que le rendement du capital n'est pas uniforme pour tous les modes de propriété et se révèle nettement plus faible dans les entreprises publiques que dans les entreprises privées.

- **Sur le plan géographique, la répartition du capital favorise manifestement les provinces de l'Ouest, alors même que les rendements y sont les plus bas**. Les firmes situées dans la partie orientale du pays — la région du delta du Yangtze (Shanghai, Jiangsu et Zhejiang) et le cercle de Bohai (qui englobe Pékin et Tianjin) — ont les rendements les plus élevés, tandis qu'ils sont intermédiaires dans les autres régions. Il se peut que cette tendance résulte en partie de politiques délibérées de transfert de fonds vers les régions défavorisées, mais en général le coût en termes de pertes d'efficience n'en a pas été quantifié.

- **Il existe aussi une préférence sectorielle**. Beaucoup de secteurs peu productifs, tels que l'imprimerie, la reproduction graphique et la transformation du bois, reçoivent plus d'investissements que des branches plus efficaces comme l'affinage des métaux noirs et la fabrication d'articles en cuir. Toutefois, sur le plan économique et statistique, la préférence sectorielle est moins importante que celles qui sont liées au statut et à la localisation. Elle peut se justifier, dans une certaine mesure, par des considérations d'environnement ou autres.

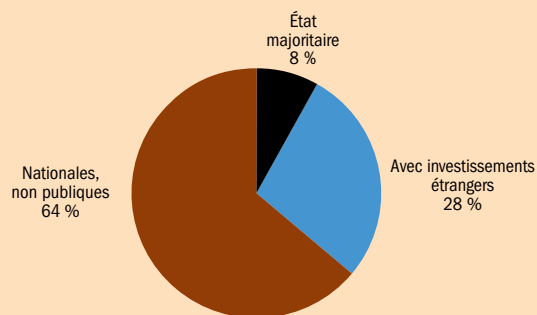
Nous avons aussi étudié le produit marginal du travail (PMT) selon le statut des entreprises. Il apparaît que, dans celles qui sont totalement contrôlées par l'État, le PMT et le PMC sont inférieurs à ceux des firmes privées; on peut en conclure qu'elles ont une moindre productivité totale des facteurs et trouvent plus facilement des financements. En revanche, dans les entreprises partiellement contrôlées par l'État, le PMT est un peu plus élevé, mais le PMC est inférieur. Cette tendance confirme l'interprétation suivante : la productivité totale des facteurs n'y est pas en moyenne inférieure à celle des entreprises privées, mais elles obtiennent plus facilement des crédits que leurs homologues du secteur privé.

Nos résultats confirment que la Chine a beaucoup avancé dans la réforme des entreprises publiques et leur privatisation. L'industrie de transformation est désormais largement privée. Beaucoup des entreprises encore publiques sont rentables, ce qui indiquerait que la réforme de la gouvernance y a été efficace.

Graphique 3

La plupart des entreprises sont privées ...

L'État est majoritaire dans 8 % seulement des 12.400 entreprises manufacturières situées dans les 120 villes de l'échantillon.

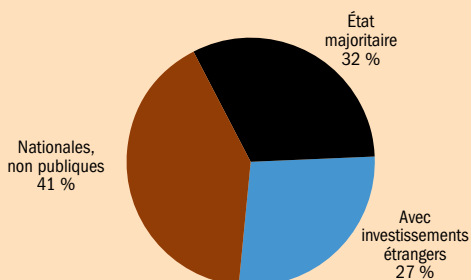


Source : Dollar and Wei (2007).

Graphique 4

...mais les entreprises publiques sont plus grandes

Les entreprises d'État représentent le tiers des actifs du secteur manufacturier.



Source : Dollar and Wei (2007).

Cela dit, la productivité du capital des entreprises où l'État est majoritaire est inférieure à celle des entreprises privées, étrangères ou chinoises. Il semblerait donc que la réforme des entreprises publiques ne soit pas allée assez loin.

Conséquences pour la politique économique

Que faut-il en conclure pour la politique économique? D'abord, le coût total de l'affectation inefficace des financements, surtout du fait de la préférence pour les entreprises publiques, est considérable. Ainsi, si la Chine pouvait augmenter le rendement du stock de capital utilisé actuelle-

«On pourrait obliger les entreprises d'État à verser des dividendes, qui deviendraient une source générale de recettes budgétaires.»

ment par les entreprises publiques (en transférant, par exemple, une partie aux entreprises privées ou en modifiant davantage la structure des incitations pour les dirigeants), cela lui permettrait de diminuer sensiblement (d'environ 6 % du PIB) son taux d'investissement, actuellement très élevé, sans freiner sa croissance. Cette amélioration de la productivité de l'investissement entraînerait annuellement une hausse équivalente de la consommation des ménages et du niveau de vie. L'objectif déclaré de la Chine est de procéder à un certain «rééquilibrage» de la croissance en faveur de la consommation et au détriment des investissements et des exportations, ce à quoi contribuerait la poursuite de la réforme du secteur financier et de la gouvernance des entreprises publiques.

Ensuite, l'adhésion de la Chine à l'OMC a entraîné une libéralisation notable du secteur financier (en sus d'une plus

grande ouverture commerciale). Cette évolution est freinée par diverses réglementations, telles que les normes de fonds propres pour les banques. Néanmoins, en intensifiant la concurrence des institutions financières étrangères, elle peut donner l'impulsion nécessaire pour pousser les banques nationales à mettre fin à un mode inefficace de distribution du crédit, surtout si l'État suit le mouvement en cessant de renflouer celles qui font faillite. Grâce à la vigueur actuelle de la croissance dans le monde et en Chine, les entreprises industrielles sont généralement rentables; prêter à celles qui sont moins bien gérées risque de diminuer les bénéfices des banques, sans que cela implique forcément une augmentation de leurs créances improductives. Cependant, en cas de ralentissement conjoncturel, ces créances pourraient s'accroître dans les banques publiques et, avec elles, le risque de crise financière.

Enfin, la moitié environ de l'investissement des entreprises — publiques ou privées — est autofinancée. Nous avons constaté que les entreprises d'État tendent à réinvestir leurs bénéfices malgré un faible rendement marginal. Elles payent des impôts, mais ne versent pas de dividendes à leur propriétaire ou à son représentant, l'État. On pourrait les obliger à verser des dividendes, qui deviendraient une source générale de recettes budgétaires, dont la Chine pourrait se servir pour financer l'objectif officiel d'amélioration des services sociaux, notamment dans les campagnes. Cela stimulerait, directement et indirectement, la consommation.

De nombreuses entreprises publiques poursuivent des objectifs sociaux, par exemple la réduction du chômage en conservant des sureffectifs. Une partie de leur masse salariale peut donc être considérée comme une assurance chômage déguisée. On pourrait soutenir que, dans la mesure où ces fonctions non économiques ont une valeur sociale, les stratégies de réforme des entreprises publiques doivent en tenir compte. Bien que sensibles à cet argument, nous notons que les décideurs doivent calculer comme il se doit le coût social du financement subventionné des entreprises publiques en termes d'amputation de la consommation privée. Le surfinancement de ces entreprises est probablement un moins bon moyen de réaliser ces objectifs sociaux qu'une autre stratégie, consistant à financer l'expansion du secteur privé plus efficace et à absorber ainsi l'excédent de main-d'œuvre.

En résumé, des mesures structurelles, visant notamment à améliorer encore les pratiques bancaires, ouvrir plus largement l'accès des entreprises privées au marché boursier, assurer le paiement de dividendes par les entreprises publiques et poursuivre les privatisations, permettraient à la Chine d'atteindre son objectif macroéconomique de maintien d'une croissance rapide, mais avec moins d'investissements et plus de consommation. ■

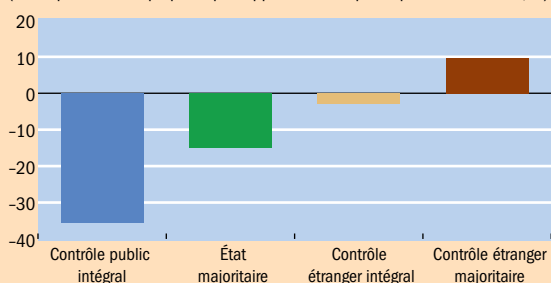
David Dollar est Directeur des opérations pour la Chine et la Mongolie à la Banque mondiale; Shang-Jin Wei est Sous-Directeur et Chef de la Division «Commerce et investissement» du Département des études du FMI.

Graphique 5

Les entreprises d'État investissent moins bien

Par rapport aux entreprises privées, le même montant investi par les entreprises d'État produit bien moins de valeur ajoutée.

(PMC¹ par mode de propriété par rapport aux entreprises privées nationales, %)



Source : Dollar and Wei (2007).

¹Produit marginal du capital = augmentation de la valeur ajoutée résultant de l'apport d'une unité de capital supplémentaire, les autres intrants restant constants.

Bibliographie

Dollar, David, and Shang-Jin Wei, 2007, "Das (Wasted) Kapital: Firm Ownership and Investment Efficiency in China," IMF Working Paper No. 07/9 (Washington: International Monetary Fund).