

Chine: prospérité sous le signe du cochon doré

L'année lunaire du cochon doré a débuté le 18 février en Chine. Configuration rare et de bon augure, elle serait synonyme de richesse et de prospérité. Si l'on en croit l'horoscope chinois et l'optimisme qu'il suscite, l'heure de l'atterrissage en douceur de l'économie chinoise n'a pas encore sonné... La croissance du PIB chinois, révisée à la hausse par l'Institut statistique national, donne le vertige : celle-ci aurait atteint 10,7 % en 2006 après 10,4 % en 2005. C'est la meilleure performance enregistrée depuis la crise asiatique de 1997. Avec un PIB courant s'élevant à 2 688 milliards de dollars, la Chine occupe désormais le quatrième rang des puissances mondiales, devant la France et le Royaume-Uni. Avec un tel rythme de croissance elle rejoindrait l'Allemagne dès l'an prochain et dépasserait le Japon en 2010, s'élevant au rang de deuxième puissance économique derrière les États-Unis. Après avoir atteint un pic au deuxième trimestre 2006 à 10,9 % en glissement annuel, la progression du PIB est revenue à 10,7 % fin 2006. D'après les derniers indicateurs, elle devrait rebondir à 10,9 % au premier trimestre 2007 avant de retrouver des rythmes plus raisonnables de 9,5 % fin 2007 suite au ralentissement du rythme de progression des investissements. Nous prévoyons une croissance 10,1 % en moyenne annuelle en 2007 puis 9,5 % en 2008.

Chine: résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2005	2006	2007	2008
PIB	10,2	10,7	10,1	9,5
Importations	9,6	15,3	17,5	18,7
Exportations	22,3	23,2	18,3	16,3
Demande adressée	7,8	8,7	8,1	8,3

Sources : China statistical information services, FMI, prévision OFCE avril 2007.

Une croissance qui masque des déséquilibres à la fois externes...

Ces performances exceptionnelles cachent des déséquilibres internes et externes qui ne cessent de s'aggraver. L'excédent commercial chinois a plus que quintuplé en deux ans (de 33 milliards de dollars en 2004 à 178 milliards en 2006) et le dynamisme de son commerce extérieur place aujourd'hui la Chine au rang de troisième exportateur mondial, talonnant l'Allemagne et les États-Unis. Corollaire de cet afflux de liquidités, les réserves de changes de l'empire du milieu ont dépassé en 2006 le seuil des 1 000 milliards de dollars, soit le premier stock mondial devant le Japon. Ainsi les pressions internationales pour une flexibilisation du régime de change devraient s'accroître en 2007. Cependant, jusqu'à présent, l'appréciation du yuan n'a eu pour effet qu'un accroissement des exportations en valeur et une moindre progression du prix des produits importés, conduisant à une augmentation du solde

commercial. L'effet volume n'a pas encore eu lieu. La question est de savoir à quel niveau de parité les produits chinois deviendraient moins compétitifs, permettant un ralentissement de la progression des parts de marché chinoises. Étant donné le différentiel de coût de main-d'œuvre entre la Chine et les pays de l'OCDE, une appréciation de 10 % de la monnaie chinoise aurait un impact modéré sur la croissance des exportations. Il permettrait cependant l'amélioration du pouvoir d'achat des chinois pour les produits importés, rendant accessibles à une part croissante de la population les biens de marques étrangères tant convoités.

... et internes

Mais si ces déséquilibres externes pénalisent surtout les partenaires commerciaux de la Chine dont les parts de marché ne cessent d'être rognées par le géant chinois, la contribution particulièrement faible de la consommation intérieure à la croissance est source d'instabilité interne. Depuis 2004, la part de l'investissement dans le PIB a dépassé celle de la consommation, s'établissant à 44 % en 2006 contre 36 % pour la consommation. À titre de comparaison, la part de l'investissement dans le PIB de la zone euro est de 22 % et celle de la consommation de 76 %. Malgré les mesures prises depuis 2004 pour tenter de rééquilibrer la croissance, le gouvernement a bien du mal à limiter la course folle de l'investissement qui progresse de 30 % par an, répandant dans son sillage surcapacités industrielles et risques de défauts sur les crédits, et celle des marchés boursiers (encadré). De peur que des taux d'intérêt élevés n'attirent les capitaux spéculatifs étrangers, la banque centrale chinoise préfère jouer sur le ratio de réserves obligatoires des banques, relevé cinq fois d'un demi-point depuis la mi-2006 pour atteindre 10 % de l'encours de crédit. Mais cet instrument s'est révélé peu efficace et une nouvelle hausse des taux d'intérêt est anticipée par les marchés depuis la publication des derniers chiffres de croissance de la masse monétaire. L'agrégat M2 progressait de 18 % sur un an en février 2007, contre 15,5 % fin 2006. Le taux prêteur de référence n'a connu que trois hausses de 27 points de base depuis la mi-2004, la dernière datant du 19 août 2006 où il était porté à 6,12 %.

Ce durcissement de la politique monétaire suffira-t-il à rééquilibrer la croissance chinoise ? Il est permis d'en douter vu la déconnexion entre l'évolution du crédit bancaire et le niveau des taux d'intérêt. Seule une action directe sur la consommation via des mesures fiscales en faveur des populations les plus pauvres (redistribution, protection sociale, système d'éducation, de santé et de retraite) serait en mesure de soutenir efficacement la consommation privée.

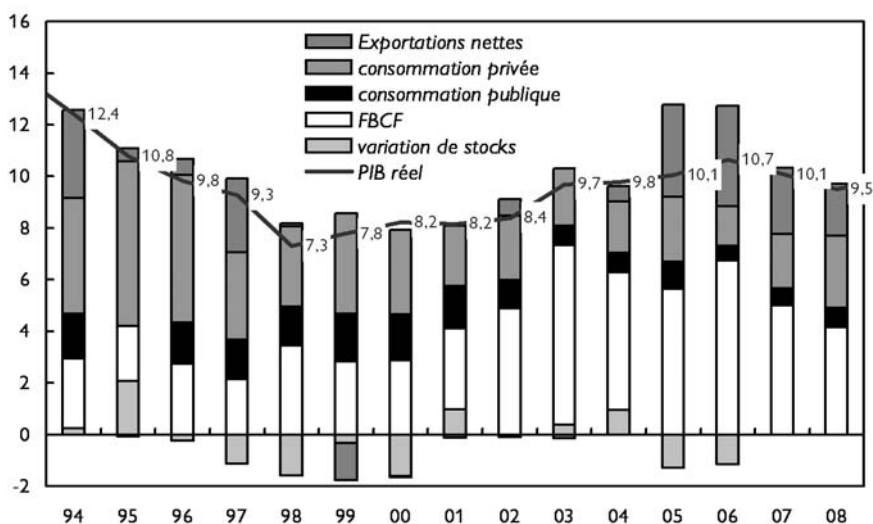
2007-2008 : grande marche vers une « société harmonieuse » ?

Les mesures annoncées lors du discours d'ouverture de la session plénière de l'Assemblée nationale populaire (ANP) le 5 mars 2007 vont dans ce sens. Le premier ministre Wen Jiabao a plaidé pour une croissance économique moins spectaculaire, fixant à 8 % l'objectif officiel, mais plus équitable. Il a multiplié les promesses en faveur d'un rééquilibrage social et annoncé des mesures draconiennes pour lutter contre la dégradation de l'environnement. Il est prévu de mettre en place un système de sécurité sociale minimum couvrant 80 % du pays, de verser une allocation médicale de 20 yuans par

personne dans les campagnes du centre et de l'ouest, de débloquer 223 milliards de yuans de fonds publics pour encourager les enfants pauvres à accéder aux neuf ans d'école obligatoires prévus par la loi et de prendre des mesures budgétaires pour favoriser l'accès au logement des plus démunis. Afin de maîtriser la croissance, Wen Jiabao a insisté pour que « les mesures de contrôle macroéconomique soient renforcées et améliorées, l'essentiel étant de limiter le montant des investissements, de contrôler le crédit ». Par ailleurs, « la Chine continuera à améliorer le mécanisme du taux de change du yuan ».

Faisant fi du discours des dirigeants chinois visant à calmer la surchauffe de l'économie, les dernières statistiques n'annoncent pas de ralentissement de la croissance pour les premiers mois de 2007, loin s'en faut. L'indice de la production industrielle progressait de 18,5 % en janvier-février 2007 alors que sa hausse était limitée à 16 % de moyenne en 2006. Sur ces deux mois, les exportations s'envolaient de 36 % en glissement annuel engendrant un excédent commercial de 40 milliards de dollars. En comparaison, les importations ne progressaient « que » de 16 %. Mais les bonnes nouvelles viennent aussi de la consommation avec des ventes au détail en progression de 14,7 % en glissement annuel, contre 12,5 % pour la même période en 2006 (janvier-février). Nous anticipons donc un rebond du PIB au premier trimestre 2007 à 10,9 % en glissement annuel. Puis le rééquilibrage annoncé se ferait progressivement (graphique). L'investissement connaîtrait des rythmes de croissance plus modérés, tandis que les dépenses publiques et privées prendraient le relais. Le commerce extérieur continuerait d'apporter une contribution significative au PIB, mais l'explosion de la balance commerciale (+ 211 % en 2005 et + 75 % en 2006) laisserait place à une évolution plus modérée de l'ordre de 25 % par an. En moyenne annuelle, le PIB progresserait donc de 10,1 % en 2007 et de 9,5 % en 2008.

Contributions à la croissance du PIB chinois



Note : la décomposition du PIB chinois n'est disponible qu'en valeur. Les composantes en volume ont été obtenues en utilisant le déflateur du PIB.
Sources : China statistical information and services, calculs OFCE.

Quels sont les risques d'un krach boursier majeur en Chine ?

Le 27 février, les bourses de Shanghai et Shenzhen chutaient de 9 %, soit la plus forte baisse journalière depuis le 18 février 1997, au lendemain du décès de Deng Xiaoping. La nervosité était palpable sur les marchés chinois depuis le début de l'année, suite aux déclarations de plusieurs dirigeants chinois sur la formation d'une bulle spéculative. Mais c'est la première fois qu'un mini-krach boursier à Shanghai se propage au reste du monde. L'évolution récente des indices boursiers de l'empire du milieu est impressionnante. Avec 150 % de hausse depuis le 1^{er} janvier 2006, on peut s'attendre à une année 2007 assez agitée. Mais quels sont les risques qui pèsent réellement sur les bourses chinoises? D'après les analystes de la place de Shanghai, la chute de ce mardi 27 février reflétait essentiellement un mouvement technique initié par les institutionnels, et accentué par la panique des petits porteurs. La veille, l'indice composite de la bourse de Shanghai clôturait pour la première fois au dessus des 3000 points. Dans un contexte de valorisation excessive des cours, les institutionnels attendaient le franchissement de ce seuil pour prendre leurs bénéfices.

Plusieurs éléments peuvent être avancés contre la thèse d'un important krach boursier. Tout d'abord l'économie chinoise tourne à plein régime et ses fondamentaux macroéconomiques sont solides. La croissance est tirée par les investissements et les exports, les gains de productivité sont élevés et la santé du secteur financier s'est considérablement améliorée ces dernières années comme en témoigne la baisse du taux de prêts non performants. Malgré la légère appréciation du yuan, la progression des parts de marché chinoises est vertigineuse et la tendance n'a aucune raison de s'inverser à court-moyen terme. Mais jusqu'en 2005 les évolutions de la bourse de Shanghai ne reflétaient pas celles de l'économie. Si le PIB chinois progresse en moyenne de 10 % par an depuis 1992, l'indice de Shanghai était début 2006 au même niveau qu'en 1997. Et alors que le CAC 40 progressait de 23 % en 2004 et de 17 % en 2005, les bourses chinoises perdaient respectivement 15 % et 8 %. Ainsi en quatre ans, la hausse moyenne s'élève à 18 % à Shanghai contre 16 % à Paris, soit une progression qui semble beaucoup plus raisonnable. Les PER chinois sont certes élevés (autours de 30 début 2007) mais cela ne constitue pas un phénomène nouveau. Le deuxième élément est donc la thèse d'un rattrapage des mauvaises performances récentes. Troisième élément, le contexte actuel est porteur pour les marchés d'actions pour plusieurs raisons. Tout d'abord, la liquidité est abondante et les épargnants chinois ont peu d'alternatives de placement. La rémunération des dépôts bancaires n'est que de 2,25 % et les investissements immobiliers sont de plus en plus risqués suite aux mesures restrictives prises par le gouvernement pour contenir la forte hausse des prix. Ils sont donc incités à se tourner vers les marchés boursiers. Ensuite les réformes du cadre réglementaire et institutionnel ont permis d'accroître la part des titres échangeables, ce qui favorise la liquidité et le *turnover* des titres. De quoi attirer de nouveaux fonds d'investissements sur la place de Shanghai. Enfin, dernier élément, les marchés chinois sont encore largement protégés des spéculations internationales. Une autorisation spéciale du gouvernement chinois étant requise pour acheter des titres, moins de 1 % de la capitalisation boursière chinoise est actuellement détenue par des étrangers.