



Note de Conjoncture Chine

Janvier 2007

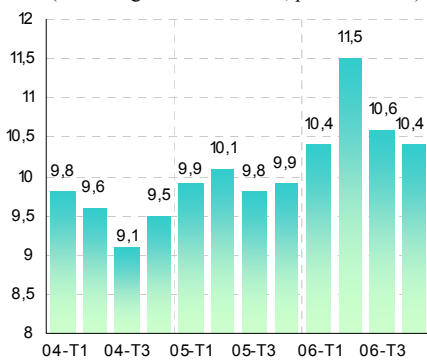
© MINEFI – DGTPÉ

Prestation réalisée sous système de management de la qualité certifié AFAQ ISO 9001

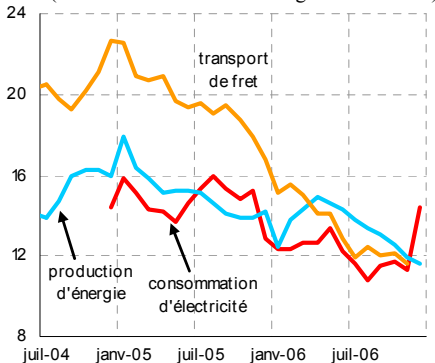
L'année 2006 n'aura pas été celle du rééquilibrage que beaucoup espéraient. Le PIB a augmenté de 10,7%, soit le taux de croissance le plus élevé depuis 1995 et sans doute un record mondial parmi les pays significatifs. L'investissement a maintenu un taux de croissance élevé en dépit d'un certain infléchissement depuis l'été, et représente désormais probablement plus de 45% du PIB. L'excédent commercial (177 Mds USD) est devenu un problème majeur, qui non seulement risque d'aliéner à la Chine ses partenaires étrangers, mais rend également de plus en plus délicate la gestion de sa politique monétaire en raison du surcroît de liquidité qu'il provoque. Dans ce contexte, nous attendons pour 2007 un recours accru à la politique fiscale pour favoriser la consommation des ménages ainsi qu'une légère accélération du rythme d'appréciation du Renminbi par rapport au dollar.

Production

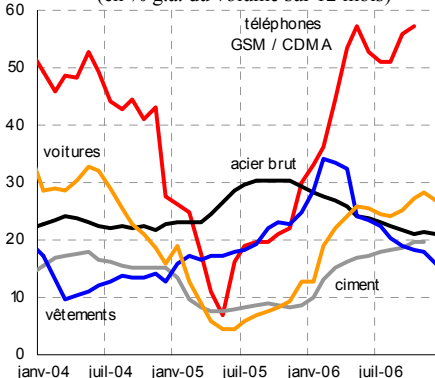
Croissance du PIB trimestriel
(en % de glissement annuel, prix constants)



Indicateurs d'activité physique
(croissance du volume en % g.a. sur 12 mois)



Croissance de la production industrielle
(en % g.a. du volume sur 12 mois)



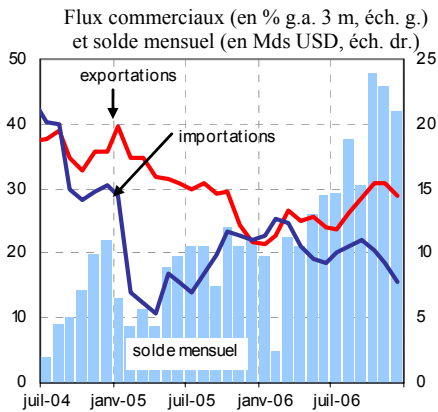
Nouveau record de croissance du PIB

Les premières statistiques disponibles pour 2006 livrent deux impressions : d'une part la tendance au ralentissement de l'économie, manifeste depuis l'été 2006, semble confirmée, mais d'autre part le niveau général d'activité est dans son ensemble revu à la hausse. La croissance du PIB au 4^{ème} trimestre ressort en effet à +10,4%, ce qui est certes légèrement moins qu'au 3^{ème} trimestre mais 0,2 point au-dessus du consensus des prévisionnistes. De plus, les statistiques des 3 premiers trimestres 2006 ont été revues à la hausse de 0,1-0,2 pt. Au total, la croissance 2006 s'est donc officiellement établie à 10,7%, le rythme le plus élevé depuis 1995. Pour faire bonne figure, le taux de croissance 2005 a également été revu à la hausse, de 10,2 à 10,4%, après pourtant avoir déjà été corrigé de 9,9 à 10,2 en début d'année. De notre point de vue, une telle avalanche de corrections constitue plutôt une bonne chose : elle démontre que les autorités chinoises font d'authentiques efforts pour améliorer les statistiques, auxquels ne sont probablement pas étrangers le récent limogeage du Directeur du Bureau des Statistiques et l'intensification tous azimuts de la campagne anti-corruption. Nous avons déjà indiqué dans nos précédents numéros que les chiffres 2005 semblaient clairement sous-évalués. Le fait que la croissance 2006 ait elle aussi été revue à la hausse et non à la baisse (en tenant compte de la réévaluation 2005) semble même montrer que la sous-évaluation n'a pas été complètement corrigée. A vrai dire, le taux de croissance « réel » se situe même probablement autour de 12-13%... Dans un tel contexte on comprendra que commenter les chiffres dans le détail présente assez peu d'intérêt. Les deux grandes questions pour 2007 sont plutôt : 1/ la tendance au ralentissement va-t-elle se poursuivre ? 2/ les composantes de la croissance vont-elles évoluer dans le sens voulu par le gouvernement, c'est-à-dire plus de services et moins d'industrie, plus de consommation et moins d'investissement, et surtout plus d'importations et moins d'exportations ?

Le consensus des économistes considère ce programme réalisable et table sur une croissance de 9,6% en 2007, un chiffre à la fois suffisamment élevé pour garantir les équilibres sociaux et financiers, et suffisamment en retrait pour rassurer les partenaires étrangers. Mais mis à part le ralentissement annoncé de l'économie américaine, dont les effets sur les excédents et la croissance chinoise iront dans le sens souhaité par tout le monde, beaucoup d'incertitudes demeurent sur la possibilité de ce rééquilibrage tant attendu. Les autorités chinoises sont dans une posture délicate : d'un côté elles devront prendre des mesures fortes en termes de politique fiscale et commerciale pour soutenir efficacement la consommation privée et réduire les excédents commerciaux, mais dans le même temps elles seront tentées de limiter au maximum la prise de risques à l'approche des JO 2008 et du XVII^{ème} Congrès du PCC...

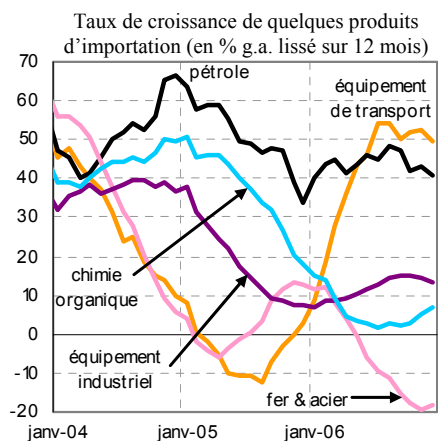
Commerce extérieur

Comment réduire le surplus commercial ?

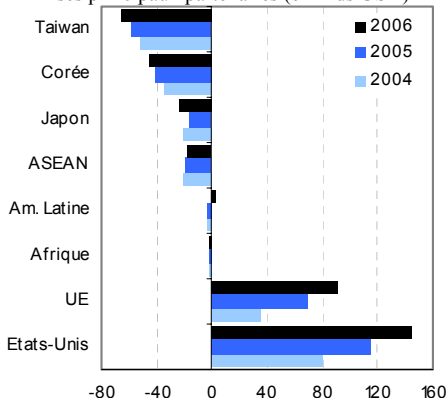


Principales exportations en 2006

	M USD	% g.a.
Informatique	134 541	21,5
Hifi et télécom	123 653	30,3
Electroménager	101 731	34,6
Vêtement	95 379	28,6
Textile	48 674	18,5
Chimie	44 541	24,5
Produits métalliques	35 532	29,9
Fer et Acier	32 554	68,7
Véhicules routiers	27 478	26,5
Chaussure	21 814	14,5
Instruments professionnels	20 897	23,1
Mobilier	20 893	26,0
Métaux non ferreux	18 239	66,5
Matériaux de construction	17 419	27,4



Solde commercial de la Chine (hors HK) avec ses principaux partenaires (en Mds USD)

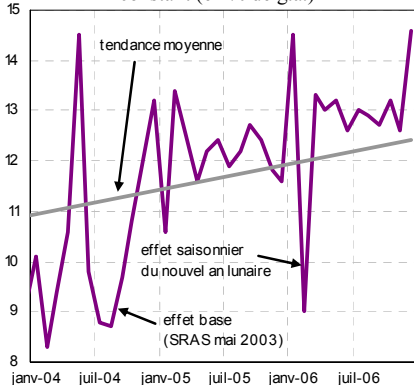
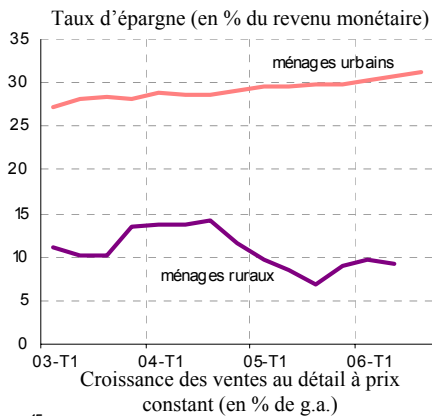
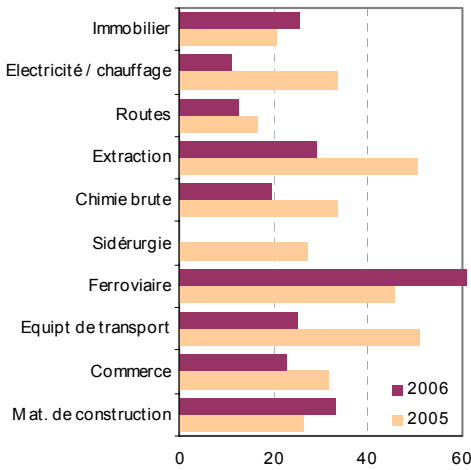
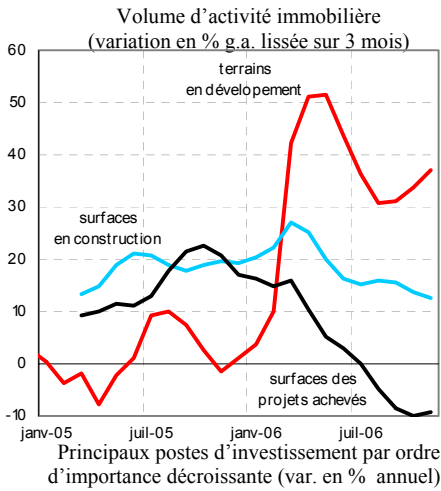


En l'espace de 3 ans à peine, l'excédent commercial chinois est passé subitement du statut de quantité négligeable à celui d'un phénomène d'ampleur planétaire, qui tout comme les déficits américains semble être désormais devenu une mesure étalon des déséquilibres de l'économie mondiale. En tant que centre d'assemblage et de réexportations, dont à peine 15-20% de la valeur des exportations est constituée de valeur ajoutée locale, la Chine a longtemps dégagé des surplus commerciaux plutôt modestes, de l'ordre de 25-35 Mds USD jusqu'en 2004. En 2002 par exemple, l'excédent commercial chinois était inférieur à celui de l'Irlande ou de la Malaisie. Mais après une hausse de 220% en 2005 puis 74% en 2006, nous sommes désormais dans une situation bien différente. Avec 177 Mds USD de surplus commerciaux en 2006, la Chine talonne désormais l'Allemagne, au 1^{er} rang des pays excédentaires. Avant d'être source de fierté, ce résultat est surtout source d'embarras pour la Chine. En effet il semble témoigner sans discussion possible du mercantilisme de son modèle de croissance (sous-évaluation de la monnaie, contrefaçon, subventions déguisées...), ce qui veut dire que de nombreux pays risquent désormais, face à ce qu'il perçoivent comme une menace chinoise, de recourir à des mesures protectionnistes (actions anti-dumping, clauses de sauvegarde), voire de se montrer plus revendicatifs sur certains sujets offensifs (accès au marché, appréciation du Renminbi). D'un point de vue économique également, les excédents commerciaux sont un cadeau empoisonné puisqu'ils alimentent et aggravent la surliquidité et donc le surinvestissement et les déséquilibres financiers. Le gouvernement semble bien avoir intégré ce problème et depuis quelques mois son discours fait de la maîtrise des excédents commerciaux une priorité. Malheureusement, les outils dont il dispose pour mettre en œuvre ce ralentissement risquent de rapidement montrer leurs limites.

En effet, rappelons que l'augmentation subite des excédents chinois trouve d'abord son origine dans le boom de l'investissement, sur financements étrangers (notamment dans l'électronique) et surtout sur financements domestiques (chimie, sidérurgie, machinerie). Cette vague d'investissement, qui s'explique à la fois par des facteurs propres à la Chine (entrée à l'OMC, effet d'agrégation) et des facteurs mondiaux (abondance des liquidités) a permis une diversification très impressionnante des exportations chinoises. Aujourd'hui les excédents commerciaux chinois proviennent tout autant de l'habillement (94 Mds USD en 2006), que de l'informatique (94 Mds), des équipements hifi-télécom (88 Mds), du mobilier (20 Mds) ou encore la chaussure (21 Mds). Plus intrigant encore, les plus fortes améliorations n'ont pas eu lieu dans les biens de consommation mais plutôt dans les biens intermédiaires et biens d'équipement. Dans la sidérurgie notamment, le surplus a bondi de 8 à 34 Mds USD, dans le textile de 25 à 32 Mds. Dans les machines professionnelles, le déficit a été réduit de -24 à -18 Mds USD. Bref, pour maîtriser voire réduire les excédents commerciaux, les autorités chinoises ne pourront pas se limiter à des mesures sectorielles sous formes de taxes à l'exportations ou de restrictions sur les investissements, dont on sait qu'elles n'ont d'effet qu'à court terme. Il faudra activer des leviers macroéconomiques, afin de soutenir la consommation intérieure (par exemple en augmentant les salaires et la redistribution fiscale) mais sans trop déprimer l'activité industrielle (la majorité des importations étant composée de biens industriels). Dans ces domaines, il faudra attendre la session plénière de l'ANP en mars pour savoir jusqu'où le gouvernement est prêt à aller. Le taux de change du Renminbi fait bien entendu partie des facteurs qui pourraient contribuer à alléger les excédents et nul doute que son rythme d'appréciation accélérera en 2007. Il est toutefois probable que la Chine préférera, comme d'habitude, épuiser tous les autres moyens à sa disposition avant de recourir à des options perçues à la fois comme plus dangereuses et plus difficilement réversibles.

Demande interne

Focus sur le pouvoir d'achat des ménages



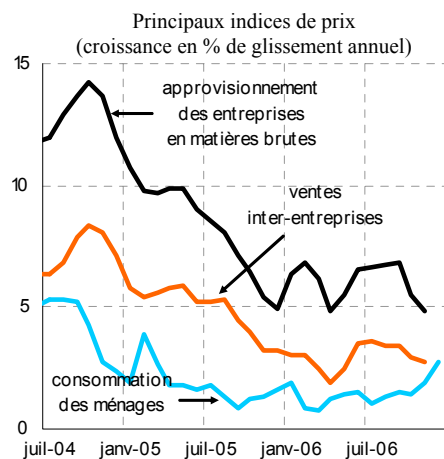
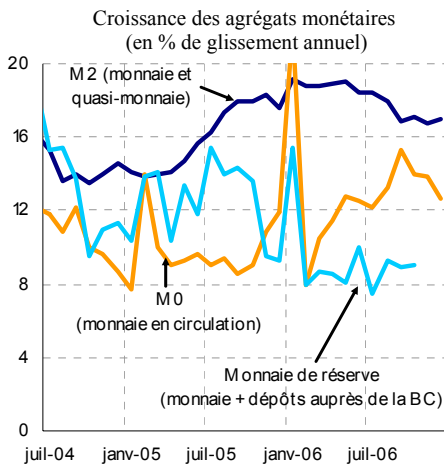
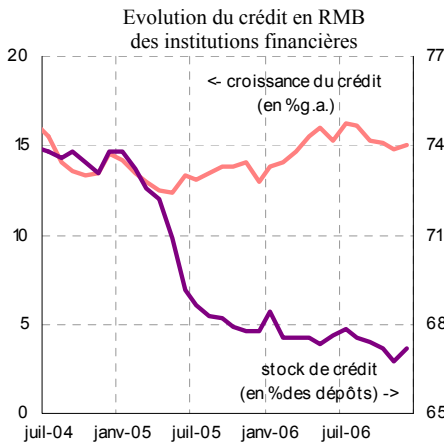
Depuis 2003, l'essentiel de la politique économique de Pékin consiste à tenter de ralentir et rééquilibrer l'investissement afin de renforcer la stabilité et la soutenabilité de la croissance. Le gel autoritaire du développement foncier entre mars et octobre 2004 avait paru suffisamment refroidir l'enthousiasme des investisseurs... du moins jusqu'à ce que le marché immobilier reprenne de la vigueur fin 2005 / début 2006. Les autorités ont alors déployé au printemps une série de mesures ciblant l'investissement dans l'immobilier et certaines industries en surcapacités. Par ailleurs la politique monétaire a été légèrement resserrée (2 hausses des taux d'intérêt de 27 points de base chacune et 4 hausses du ratio de réserve obligatoire des banques de 50 pdb chacune au cours des 12 derniers mois) et, surtout, les inspections administratives et campagnes anti-corruption ont été sérieusement intensifiées. Cette politique semble avoir réussi à infléchir la dynamique d'investissement à partir de l'été, si bien que, après un début d'année assez inquiétant, le bilan 2006 apparaît plutôt satisfaisant. Sur l'ensemble de l'année, l'investissement urbain affiche finalement une hausse de 24,5%, soit presque 7 points de moins que sur le seul premier semestre et 3 points de moins que sur l'ensemble de l'année 2005.

La modération du crédit bancaire et le net ralentissement de l'investissement dans un certains nombre de secteurs clef (énergie, chimie, sidérurgie – voir graphique ci-contre) permettent d'espérer que ce ralentissement va se poursuivre, mais un certain nombre d'incertitudes subsiste, notamment sur la capacité de Pékin à contenir durablement l'activisme des autorités locales. Il semble en effet que ces dernières ont massivement reporté leurs projets en fin d'année afin de se conformer aux objectifs gouvernementaux annuels, ce qui a eu pour conséquence de ralentir fortement l'investissement en décembre (à peine +14% contre +25% en novembre) mais pourrait se traduire par un rebond en début d'année si Pékin ne maintient pas la pression. La réalité du processus de consolidation dans l'acier et le charbon, qui dépend étroitement de la capacité des autorités à effectivement fermer les petites unités inefficaces et hors-normes, est régulièrement remise en question. Tout aussi incertaine est l'orientation du secteur immobilier, qui pèse à lui seul pour 23% de l'investissement urbain, sans compter les effets d'entraînement sur les matériaux de construction, l'acier et l'énergie. En effet, si le taux de croissance des achèvements et mises en ventes d'immeubles restent plutôt modérées en volume, on observe par contre un net rebond du développement foncier et des démarrages de chantier depuis l'automne. La hausse des prix immobiliers a certes ralenti mais reste positive. Au total, dans ce contexte d'incertitude et de surliquidité, il est fort possible que les autorités chinoises devront cette année encore prendre de nouvelles mesures restrictives sur l'investissement.

Les restrictions administratives et resserrements monétaires ne sont toutefois pas les seuls moyens de modérer l'investissement et rééquilibrer le modèle de croissance au profit de la consommation privée. Depuis quelques mois déjà, le discours officiel insiste davantage sur la promotion de la consommation que sur le contrôle de l'investissement. A ce stade il faudra là aussi attendre la session plénière de l'ANP pour connaître les intentions précises du gouvernement, même si l'on peut d'ores et déjà évoquer quelques pistes : baisse des charges fiscales et parafiscales sur les bas revenus, versement de dividendes par les entreprises d'Etat, développement de l'assistance et de la protection sociales... Beaucoup reste à faire pour mettre en place une véritable politique redistributive mais ce n'est qu'à ce prix que la croissance des revenus des ménages reviendra en ligne avec la croissance économique et que la croissance de leurs dépenses reviendra en ligne avec leurs revenus. L'accélération des ventes au détail constatée depuis 2 ans reste trop modeste en comparaison du reste de l'économie, à tel point que le poids de la consommation privée est probablement descendu aux environs d'à peine 35% du PIB en 2006 (chiffre exact encore non publié).

Monnaie et change

Toujours trop de liquidités



Dans notre précédent numéro, en novembre dernier, nous nous réjouissons du ralentissement des entrées de capitaux (notamment les entrées de *hot money*). Malheureusement, les excédents commerciaux ont, dans le même temps, considérablement augmenté. Rien que sur le 4^{ème} trimestre 2006, ces derniers se sont élevés à 68 Mds USD, soit 19 Mds de plus qu'au 3^{ème} trimestre. En conséquence, l'afflux total de liquidités, tel que mesuré par la hausse des réserves de la Banque Centrale, a de nouveau accéléré en fin d'année. Les réserves de change ont augmenté de 78 Mds USD sur le dernier trimestre (un record). Jusqu'à présent, la Banque Centrale a plutôt bien réussi à endiguer les effets de ce surcroît de liquidité. Nous estimons qu'environ les 2/3 de la hausse des réserves ont été stérilisées, ce qui a permis de maintenir le taux de croissance de la base monétaire autour de 8-9%. A cela s'ajoute la hausse du taux d'intérêt prêtreur de base de 5,85 à 6,12% et surtout la hausse du ratio de réserves obligatoires des banques de 7,5 à 9,5%, par étapes au cours des 12 derniers mois, qui ont contraint la capacité de crédit des banques. Au total, le taux de croissance du crédit bancaire n'a guère semblé affecté par l'accélération de la liquidité et se situe actuellement autour de 15% en rythme annuel, en recul de 1 point par rapport au pic de juillet-août et bien en deçà des records de 2004. Par ailleurs le retour en grâce de la Bourse (+130% en un an pour l'indice Shanghai A) s'est traduit par un relatif désintérêt des particuliers pour les produits d'épargne bancaires, et donc par le ralentissement de l'agrégat M2 (+17% en décembre, contre +19% en mai). Tout ceci est bien entendu positif quant à la capacité de la Chine à circonscrire le risque de surinvestissement, mais le prix à payer est de plus en plus prohibitif. Le coût de la stérilisation est certes nul pour la Banque Centrale (en fait elle y gagne de l'argent grâce au niveau plus élevé des taux US) mais on ne peut pas en dire autant des banques, qui supportent de fait l'essentiel du poids de cette politique restrictive. La maîtrise de la liquidité a pour contrepartie directe le niveau extrêmement bas du ratio crédit / dépôt historiquement faible (67%), dont les effets sur la rentabilité bancaire sont jusqu'à présent artificiellement compensés par un différentiel de taux prêtreur/dépôt maintenu administrativement à un niveau très élevé. Cela ne pourra durer indéfiniment... d'où l'intérêt de limiter au plus vite l'excédent commercial.

Les prix à la consommation ont accéléré de 1% en rythme annuel en juillet à 2,8% en décembre, pour autant, il semble encore bien prématuré d'évoquer un risque inflationniste. Cette hausse des prix provient essentiellement de celle des denrées agricoles, qui en Chine constitue plutôt une bonne chose. Il est peu probable que Pékin augmente les taux d'intérêt simplement pour contrarier une évolution qui de fait favorise le pouvoir d'achat paysan (d'ailleurs, lorsque l'inflation agricole a atteint 14-15% à l'été 2004, les autorités avaient peu réagi). Il est vrai que les prix des biens manufacturés ont également tendance à légèrement augmenter, les entreprises profitant semble-t-il de leur regain de rentabilité pour augmenter leurs prix de vente (y compris à l'export), mais les évolutions restent dans l'ensemble très raisonnables. Le consensus des prévisions table sur une inflation de 2,5% en 2007, après +1,5% en 2006.

Copyright

Tous droits de reproduction réservés, sauf autorisation expresse de la Mission Economique (adresser les demandes à Anne-Marie.Chantegreil@missioneco.org).

Clause de non-responsabilité

La ME s'efforce de diffuser des informations exactes et à jour, et corrigera, dans la mesure du possible, les erreurs qui lui seront signalées. Toutefois, elle ne peut en aucun cas être tenue responsable de l'utilisation et de l'interprétation de l'information contenue dans cette publication qui ne vise pas à délivrer des conseils personnalisés qui supposent l'étude et l'analyse de cas particuliers.



Éditeur : Ambassade de France en Chine
Pacific Century Place, Unit 1015 Tower A
2A Gong Ti Bei Lu, Chaoyangqu
Pékin 100027 République populaire de Chine

Directeur de la publication : Hubert Testard
Auteur : Stéphane Cieniewski
Revue par : Stéphane Cieniewski
Date de parution : 2 février 2007
ISSN : **Portail Marchés Extérieurs - 1638-1610**

Abonnement en ligne : <http://www.diffusion.dree.org/>
Par E-mail : Anne-Marie.Chantegreil@missioneco.org